Report on the Management of Canada's Official International Reserves

2003

Canada

Report on the Management of Canada's Official International Reserves

2003

Department of Finance Canada
Ministère des Finances Canada

© **Her Majesty the Queen in Right of Canada (2004)**
All rights reserved

All requests for permission to reproduce this document or any part thereof shall be addressed to Public Works and Government Services Canada.

Available from the

Distribution Centre
Department of Finance Canada
Room P-135, West Tower
300 Laurier Avenue West
Ottawa, Ontario K1A 0G5
Tel: (613) 995-2855
Fax: (613) 996-0518

This document is available on the Internet at
www.fin.gc.ca

Cette publication est également disponible en français.

Cat. No.: F2-174/2004E
ISBN 0-662-37054-6

Table of Contents

Purpose of the Report 5

Highlights of 2003 7

Section I: Overview of the Exchange Fund Account 9
- Purpose of the EFA 9
- Principles and Objectives 9
- Governance Framework 9
- EFA Assets 10
- Risk Management 12

Section II: Exchange Fund Account Operations in 2003 14
- Major Initiatives in 2003 14
- The Market Environment in 2003 16
- Changes in the Level of Reserves 17
- Composition of the Asset Portfolio 20
- Financing 21
- Revenues 21
- Net Cost of the EFA 22

Annex 1: Foreign Exchange Market Intervention 24

Annex 2: Investment and Credit Guidelines for the EFA 25

Annex 3: Canada's Official International Reserves 28

Annex 4: Glossary 29

Financial Statements 31

Purpose of the Report

This report reviews the operations of the Exchange Fund Account (EFA) for the 2003 calendar year. The EFA is the main repository of Canada's official international reserves and is the only actively managed portfolio of reserves.

The EFA is governed by the provisions of the *Currency Act*, which states that the Minister of Finance shall report to Parliament on the operations of the EFA for each calendar year within five months after the end of that year.

The report provides a comprehensive account of the context within which the EFA is managed, its composition and changes during the year, and strategic policy initiatives. The accompanying financial statements, audited by the Auditor General of Canada, provide additional information on the year-end financial position and annual changes of the EFA.

What Is the Exchange Fund Account?

The EFA is the principal repository of Canada's official international reserves. It is maintained to provide general foreign currency liquidity for the Government of Canada and to provide a source of funds to help promote orderly conditions for the Canadian dollar in the foreign exchange market.

The Exchange Fund Account as at December 31, 2003

	(market value in millions of US dollars)
Securities	29,421
Deposits	2,005
Gold	45
Special drawing rights	838
Total	**32,309**

The EFA's assets are funded by foreign currency liabilities. Assets and liabilities are managed on a portfolio basis and are matched as closely as possible in currency and duration to minimize exposure to currency and interest rate risks.

Canada's official international reserves stood at US$36.3 billion as of December 31, 2003, composed of the EFA (US$32.3 billion), foreign currency accounts held by the Bank of Canada (US$106 million) and the Receiver General (US$5 million), and the reserve position in the International Monetary Fund (US$3,848 million).

6

Highlights of 2003

During 2003 notable developments were:

As at December 31, 2003, official international reserves, at US$36.3 billion, were slightly lower than the reserve levels of US$37.2 billion as of December 31, 2002. This is explained by large foreign currency debt maturities met through sales of assets, which were partly offset by foreign currency revaluations resulting from the appreciation of the euro against the US dollar. There was no change arising from intervention in foreign exchange markets during the year.

The structure of the EFA portfolio was managed to limit the cost of carrying assets. During 2003, taking into account net interest costs of US$19 million and US$278 million in gains on asset sales, the Government earned net revenues of US$259 million.

Consistent with the Government's policy to immunize currency and interest risks in Canada's reserve portfolio, the amount of foreign currency assets was brought into line with liabilities. Foreign currency liabilities had exceeded foreign currency assets in recent years, largely as a result of foreign exchange intervention in support of the Canadian dollar in 1998.

An external evaluation of the management of the Government's reserves concluded that Canada's practices compare well with those of other sovereigns and private financial institutions. The evaluation and the departmental response to the recommendations were tabled in Parliament and submitted to the Office of the Auditor General. It is also available upon request from the Department of Finance.

In line with continued efforts to increase transparency and to stay at the forefront of sovereign practice, the Government published its investment and credit guidelines governing the EFA portfolio on the Department of Finance Web site (www.fin.gc.ca/efa/EFAGuidelines_e.html).

A new framework was implemented to move a portion of the Government's short-term US-dollar deposits to a collateralized basis by introducing a US-dollar repo program. As a result, the Government's credit risk to financial institutions has been reduced significantly.

The last of the Government's gold bullion was sold in December 2003. Proceeds from gold sales over the last 20 years have been invested in interest-bearing assets, raising the return for the EFA by US$13 billion more than would have been the case had the Government maintained its gold holdings. Of note, the Government continues to hold gold coins.

The Government implemented a new governance framework. The new framework enhances coordination between the Department of Finance and the Bank of Canada in the area of funds and risk management of the Government's debt and reserves. The framework will enhance decision making and risk management of the EFA within the overall strategy approved by the Minister.

Section I: Overview of the Exchange Fund Account

The Exchange Fund Account is the main repository of Canada's official international reserves and is the component that is actively managed by the Government. It is composed of securities (bonds and bills issued by a sovereign, an agency or an international financial organization) and bank deposits denominated in foreign currencies, gold and special drawing rights (SDRs).[1]

Purpose of the EFA

The purpose of the EFA is to provide general foreign currency liquidity for the Government and to provide a source of funds to help promote orderly conditions for the Canadian dollar in the foreign exchange market.

Principles and Objectives

The following principles and objectives guide the management of the EFA:

Prudence: Maintain an appropriate level of reserves invested in high-quality and highly liquid assets. Manage reserves within a framework that matches foreign liabilities to reserve assets to immunize currency and interest rate risk, and that controls credit risk through diversification and collateral management frameworks.

Cost-effectiveness: Minimize the cost of carrying reserves (i.e. the difference between interest paid on foreign currency liabilities and interest earned on reserve assets).

Consultations: Seek input from market participants on major adjustments to the foreign reserves management program.

Best practices: Ensure that the operational framework and practices are in line with the best practices of other comparable sovereign borrowers and the private sector.

Governance Framework

The EFA is governed by the provisions of the *Currency Act*, which states that the Minister of Finance shall report to Parliament on the operation of the EFA each calendar year within five months after the end of that year.

[1] An SDR is an international reserve asset created by the International Monetary Fund (IMF) in 1969 to supplement the existing official reserves of member countries. SDRs are allocated to member countries in proportion to their IMF quotas. The SDR also serves as the unit of account of the IMF and some other international organizations. Its value is based on a basket of key international currencies.

The Government approves the general policies related to the management of the EFA and, in particular, establishes the target level of reserves and provides an annual report to Parliament on the operations of the EFA. The Department of Finance and the Bank of Canada share responsibility for the management of the EFA. The Bank of Canada, acting as fiscal agent for the Minister of Finance, effects transactions for the Account.

In 2003 the Government implemented a new governance framework for its funds management, including the EFA and risk management. Further information on governance is provided in Section II.

EFA Assets

The Level of Reserves

As at December 31, 2003, the level of official international reserves stood at US$36.3 billion and the EFA totalled US$32.3 billion. Reserves are reported on a market value basis. The value of reserves fluctuates due to both external factors (e.g. changes in exchange rates and interest rates) and actions by managers (e.g. an increase in investments). Further information on the sources of changes in reserves can be found in Section II.

Structure and Composition

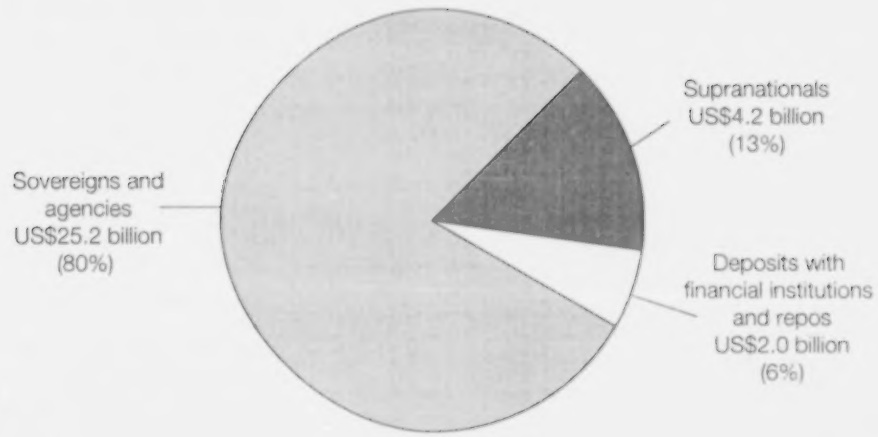
Structure

The EFA is structured into two tiers: the Liquidity Tier and the Investment Tier. The Liquidity Tier serves to meet the Government's core liquidity requirements in foreign currencies. It consists of highly rated US-dollar-denominated marketable short-term (under one year) assets, such as discount notes and bank deposits. The Investment Tier consists of a diversified mix of highly rated liquid bonds denominated in US dollars, euro and yen.

Eligible EFA Investments

The Government can invest in securities (bonds and bills) issued by a sovereign, an agency or an international financial organization. Reserves can also be invested in US-dollar cash deposits with financial institutions or in US-dollar repos. Further information on the Government's repo program can be found in Section II. As indicated in Chart 1, the majority of reserves were invested in securities issued by sovereigns and agencies as at December 31, 2003.

Chart 1
EFA Investments by Issuer
as at December 31, 2003



Note: Numbers may not add due to rounding.

Currency Composition

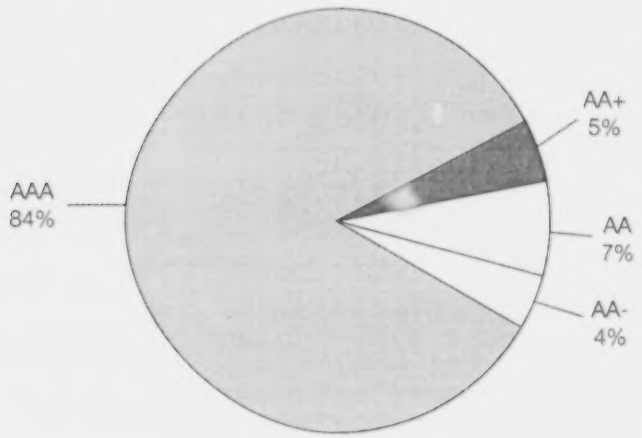
The EFA can hold investments denominated in three currencies: US dollars, euro and yen. About 50 per cent of the EFA is denominated in US dollars. This reflects the fact that foreign currency needs are mostly in US dollars and that, historically, foreign exchange intervention has taken place primarily in the Canadian/US-dollar exchange market. The remainder of the EFA is split between the euro and the yen, depending on investment opportunities in these markets. As at December 31, 2003, the US-dollar share of the portfolio was US$15.6 billion (or 49.4 per cent), the euro share was 11.9 billion euros (or 47.3 per cent) and the yen portion was 112.5 billion yen (or 3.3 per cent).[2] A more detailed breakdown of the EFA by currency is provided in Section II.

Eligible Credit Ratings

To be eligible for EFA investments, an entity must have a credit rating of at least A- (see guidelines in Annex 2 for details). The majority of EFA investments are in the AAA category, as indicated in Chart 2.

[2] Based on an ongoing assessment of needs, the US-dollar share is maintained at about US$15 billion, plus or minus an operating range, with the remainder of the EFA portfolio in euro and yen assets.

Chart 2
EFA Investments by Credit Rating
as at December 31, 2003



Risk Management

The Government has a comprehensive risk management framework for identifying and managing treasury risk, including market, credit, operational and legal risks related to the financing and investment of its foreign exchange reserves. The main elements of this framework are outlined below.

Asset-Liability Management Framework

The foreign currency reserve assets and the liabilities financing those assets are managed on a portfolio basis. The Government follows an "asset-liability management framework," whereby assets and liabilities financing these assets are matched (as closely as possible) in currency and duration, so that the Government is not exposed to significant currency and interest rate risks.

Investment and Credit Guidelines

The management of reserves is governed by investment and credit guidelines approved by the Minister of Finance (see Annex 2). The guidelines, which encompass all lines of business, limit the Government's credit exposure and call for diversification of assets and counterparties. In addition, high liquidity standards are defined in the guidelines. For instance, to ensure that reserves are invested in liquid securities, the outstanding amount of securities must be at least US$500 million. There are also rules governing the maximum maturity of reserve assets.

Collateral Management Frameworks

Collateral management frameworks are used to manage the Government's credit risk to financial institution (FI) counterparties associated with cross currency swaps, forward contracts and commercial deposits. Under these frameworks, high-quality collateral (e.g. cash, securities) is posted to the Government when credit risk to FI counterparties exceeds specified limits.

Governance

The governance framework (see Section II) ensures that risk issues are identified and addressed. A Risk Committee meets regularly to review risk reports and to provide guidance and accountability on the Government's treasury risk policies. The Financial Risk Office at the Bank of Canada, jointly established with the Department of Finance, monitors and advises on the risk position of the Government. All aspects of risk management (from market to operational and legal risks) are regularly reviewed by the Risk Committee.

Operational Risk

Operational risk results from deficiencies in information systems and internal controls or from human error, which can result in unexpected loss. The Bank of Canada, as the Government's fiscal agent for debt and reserves management, has put in place a number of initiatives to mitigate operational risk. For instance, the Bank of Canada regularly analyzes operational processes, establishes controls and closely monitors employee turnover and changes in the skill mix of the staff. In addition, indicators of sources of risks have been developed and are closely monitored.

Legal Risk

Legal risk is the risk of loss because of the application of a law or regulation or because a contract cannot be enforced. Legal risk is controlled with the same methods used in the private sector, essentially through proper documentation of all business operations to clarify the rights and obligations of each party. A legal risk review is undertaken periodically to identify any potential issues with respect to existing documentation or other legal risk issues.

Section II: Exchange Fund Account Operations in 2003

Major Initiatives in 2003

In 2003 key initiatives focused on strengthening the Government's risk management framework and enhancing transparency. In addition, an external review of the Government's management of the EFA was undertaken.

Closing the Asset-Liability Gap

Action was taken in 2003 to reduce currency and interest rate risk in Canada's reserve portfolio. In the 1990s foreign currency liabilities came to exceed liquid foreign currency assets, largely as a result of foreign exchange intervention and payments to the IMF. The Government took steps to bring foreign currency liabilities in line with foreign currency assets through a program of purchases of US dollars in foreign exchange markets starting in 1998. In 2003 the Government eliminated the gap between foreign currency assets and liabilities, thereby reducing its exposure to market risk, i.e. both interest and exchange rate risk.

US-Dollar Repo Program[3]

Until April 2003, US-dollar cash balances were invested in unsecured bank deposits with a number of commercial banks. A program of investments in the repo market has been implemented to collateralize approximately one-quarter of the Government's short-term US-dollar investments, consequently reducing the Government's portfolio of unsecured bank deposits.

A New Governance Framework

In October 2003, the Government introduced a new governance framework for its funds management, including the EFA. Under the new framework, a Funds Management Committee (FMC), which meets semi-annually, comprises senior management of the Department of Finance and the Bank of Canada. The FMC's mandate is to advise the Minister on policy and strategy for funds and risk management, oversee the implementation of approved policy and plans, and review performance outcome reports. The responsibilities of the FMC include advising on the target level of the reserves, target liquidity position, intervention guidelines, borrowing program plans and implementation; conducting program reviews; and approving new initiatives for recommendation to the Minister.

[3] Repos are transactions in which one party sells securities to another while agreeing to repurchase those same securities at a prespecified price at a predetermined future date. These transactions are similar to secured loans, with the lender of the money receiving securities as collateral as protection against default risk. The collateral is marked-to-market with appropriate haircuts to protect the Government from market risk in collateral values.

The FMC is supported by the Risk Committee, whose mandate is to oversee and advise on the development and implementation of risk management policy and strategy in line with best practices. The Financial Risk Office (formerly the Risk Management Unit) supports the Risk Committee in this role and is also responsible for monitoring and controlling the risk position of the EFA, including market, credit, operational, liquidity and legal risks.

Increased Transparency

In 1999 the Government of Canada was one of the first countries to provide enhanced reserves disclosure in a manner consistent with the standards established by the IMF and the G-10 central banks. In line with continued global efforts to increase transparency, the Government disclosed its investment and credit guidelines governing the EFA portfolio in April 2003 on the Department of Finance Web site (www.fin.gc.ca/efa/EFAGuidelines_e.html). With the disclosure of these guidelines, Canada has become one of the most transparent countries with regard to reserves management. The guidelines can also be found in Annex 2.

External Evaluation of EFA Management

As part of the Debt Program Evaluation Program, an external evaluation of the management of the Government's reserves, including risk management practices, was undertaken in 2003. The evaluation noted considerable strengths in the management of reserves, and that Canada's practices compare well with the best practices of other sovereigns and private financial institutions. A number of enhancements to the program (e.g. the development of an optimization analytical tool to manage effectively both assets and liabilities within the portfolio framework) were proposed and the Government is following up. The report was forwarded to the parliamentary Standing Committee on Public Accounts and the Office of the Auditor General in August 2003 and is available upon request from the Department of Finance.

Completion of Canada's Gold Bullion Sales Program

In 1980 the Government implemented a policy of selling its gold at a gradual and controlled pace to enhance the return for the EFA. Proceeds from gold sales were invested in interest-bearing foreign currency assets. In December 2003 the Government sold its last gold bullion. This policy has greatly benefited Canadians. Since the start of the gold sales program in 1980, reserve asset income has been US$13 billion higher than it would have been had the Government maintained its gold bullion. As at the end of December 2003, the Government's remaining gold reserves were composed entirely of gold coins.

The Market Environment in 2003

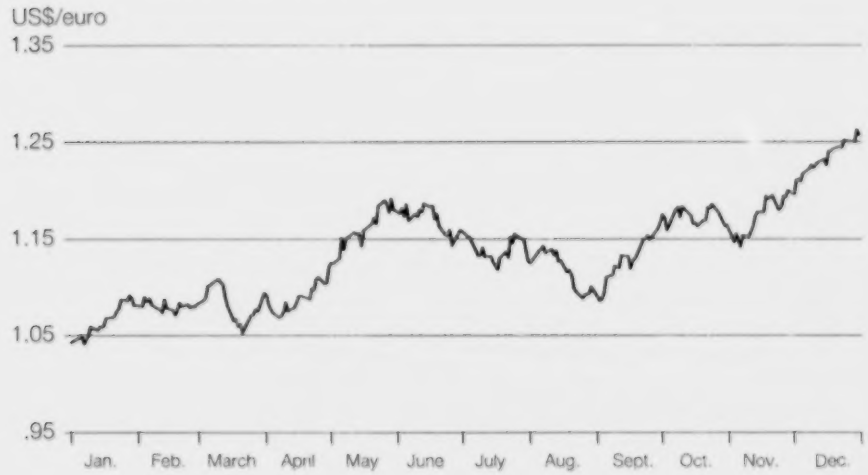
As reserves are reported on a market value basis and in US dollars, changes in exchange rates (i.e. US-dollar/euro and yen/US-dollar exchange rates) and interest rates will affect the level of the EFA.

Developments in Foreign Exchange Markets[4]

As up to 50 per cent of reserves were held in euro-denominated securities during 2003, the EFA's market value has been affected by movements in the euro (see Chart 3). The euro finished 2003 up 20.6 per cent from the previous year. It reached a high of 1.2609 (US dollar/euro) on December 30, 2003, while the low for the year was 1.0396 on January 7, 2003.

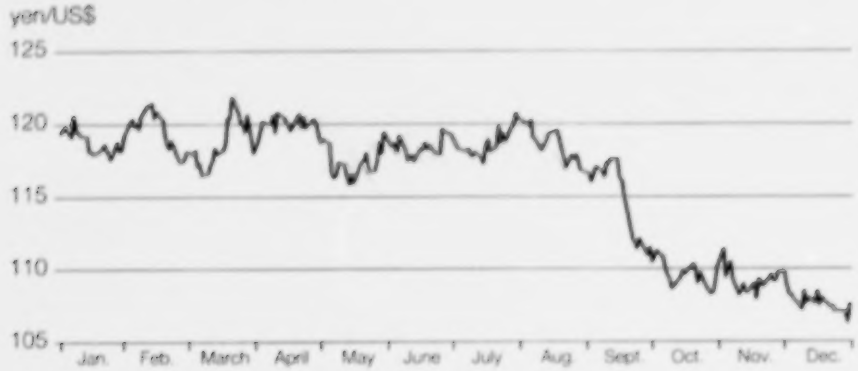
The EFA is less subject to changes in the yen/US-dollar exchange rate (see Chart 4) since only 3.3 per cent of reserves are held in yen-denominated assets (as at December 31, 2003). During 2003 the yen appreciated by 9.97 per cent against the US dollar. The high for the year was 106.25 on December 30, 2003, and the low was 121.74 on March 21, 2003.

Chart 3
The Evolution of the Euro in 2003



[4] Charts 3 and 4 show the market standard for cross rates, where the euro is quoted in US-dollar terms (i.e. the amount of US dollars required for 1 euro) and the yen is quoted in yen terms (i.e. the amount of yen required to buy 1 US dollar). Both charts reflect a decline in the US dollar.

Chart 4
The Evolution of the Yen in 2003



Developments in Interest Rates

Changes in interest rates affect the market value of investments by either increasing (when rates fall) or decreasing (when rates rise) the price of the investments held in the EFA. Movements in interest rates had little impact on the EFA during 2003 compared to movements in exchange rates. The market value of the EFA declined by US$292 million due to changes in interest rates, whereas foreign currency revaluations increased the market value of the EFA by US$3.0 billion.

Changes in the Level of Reserves

As shown in Table 1, Canada's official reserves as at December 31, 2003, were US$36.3 billion (on a market value basis), down from US$37.2 billion as at December 31, 2002. The decrease in the reserves level during 2003 was in large part due to the use of assets to meet maturing liabilities. The sources of changes in reserves are detailed in the next section.

Table 1

Canada's Official International Reserves Holdings as at December 31

		Foreign currency accounts held by:					
	2002 total	EFA	Bank of Canada	Minister of Finance	Receiver General	2003 total	Change
	(market value in millions of US dollars)						
Securities	30,240	29,421	–	–	–	29,421	-819
Deposits	2,445	2,005	106	–	5	2,116	-329
Gold	205	45	–	–	–	45	-160
Reserve position in the IMF	3,567	–	–	3,848	–	3,848	281
Special drawing rights	712	838	–	–	–	838	126
Total	**37,169**	**32,309**	**106**	**3,848**	**5**	**36,268**	**-901**

Sources of Changes During 2003

As shown in Table 2, the level of reserves fell by US$901 million during 2003 due to large maturities and foreign currency debt-servicing costs.[5] However, the decline was partly offset by foreign currency revaluation, which was mainly due to the appreciation of the euro versus the US dollar.

The level of reserves changes over time due to a variety of factors.

Foreign Exchange Market Intervention

Intervention in the Canadian foreign exchange market has not occurred since 1998 (see Annex 1). Intervention involves buying or selling foreign exchange currencies in exchange for Canadian dollars, and therefore affects the level of the EFA.

Net Government Operations

Net purchases of foreign currencies for government foreign exchange requirements and for additions to reserves will affect the EFA. Foreign exchange requirements exceeded purchases by US$60 million.

Reserves Management Operations

Debt maturities and purchases of foreign currency assets affect the level of the EFA. Foreign currency assets are purchased with the proceeds of foreign currency issuance (including cross currency swaps). Large maturities (i.e. US$3.7 billion in total, of which over half was due to the maturity of a US$2.0-billion global bond in February 2003) contributed the most to the decline in the level of reserves.

[5] The Government's policy to manage both assets and liabilities on a portfolio basis minimizes net debt-servicing costs. During 2003 the EFA portfolio was in a net liability position in the first half of the year. The gap between foreign currency assets and liabilities was closed as of June 2003.

Gains and Losses on Gold Sales

This factor reflects the degree to which proceeds from the sales of gold exceed the market value of gold that existed at the end of the previous month. Losses on gold sales slightly exceeded the gains, i.e. by US$8 million. The last of the Government's gold bullion was sold in December 2003.

Return on Investments

Return on investments comprises interest earned on investments (US$1,154 million) and changes in the market value of securities resulting from changes in interest rates (-US$292 million). The overall effect on the EFA was a net increase of US$862 million.

Net Foreign Currency Debt-Servicing Costs

Net foreign currency debt-servicing costs reduced the level of the EFA by US$1.3 billion.

Foreign Currency Revaluations

Revaluation effects reflect changes in the market value of reserve assets resulting from movements in exchange rates. During 2003 foreign currency revaluations increased reserves by US$3.0 billion, primarily due to the appreciation of the euro versus the US dollar.

Table 2

Sources of Changes in Canada's Official International Reserves During 2003

	Value of change
	(market value in millions of US dollars)
Foreign exchange market intervention	0
Net government operations	-60
Reserves management operations	-3,673
Gains and losses on gold sales	-8
Return on investments	862
Net foreign currency debt-servicing costs	-1,299
Foreign currency revaluations	3,043
Other transactions[1]	234
Total change	**-901**

[1] Include increased support for IMF lending operations.

More detailed information on monthly levels and changes in Canada's reserves is provided in Annex 3.

Composition of the Asset Portfolio

Table 3 shows liquid EFA investments by currency and term to maturity. As at December 31, 2003, US-dollar holdings made up about half of the portfolio. They were dominated by relatively short- (i.e. under six months) and medium-term (i.e. one to five years) maturities as they are held for liquidity purposes. The euro holdings, which are held for investment purposes, were more heavily weighted towards the longer end of the yield curve, with the majority being medium- and long-term (i.e. over five years) investments. The yen holdings were also mostly invested in securities with medium- and long-term maturities. Over 2003, total euro holdings grew by US$1.1 billion, largely as a result of the appreciation of the euro versus the US dollar. Yen assets increased marginally across maturities, maintaining its maturity profile, due to the appreciation of the yen versus the US dollar.

Table 3

Term Structure of Liquid Foreign Currency Investments as at December 31[1]

Term	2002 total assets	Cash and term deposits	Government securities in domestic currency	Other securities	2003 total assets	Change
	(market value in millions of US dollars)					
US-dollar holdings						
Under 6 months	8,898	1,916	3,195	1,735	6,846	-2,052
6 to 12 months	31	–	–	1,315	1,315	1,284
1 to 5 years	5,848	–	–	5,662	5,662	-186
Over 5 years	3,068	–	–	1,652	1,652	-1,416
Total US-dollar holdings	17,845	1,916	3,195	10,364	15,475	-2,370
Euro holdings[2]						
Under 6 months	175	12	239	303	554	379
6 to 12 months	322	–	949	–	949	627
1 to 5 years	4,937	–	5,927	1,147	7,074	2,137
Over 5 years	8,335	–	5,409	917	6,326	-2,009
Total euro holdings	13,769	12	12,524	2,367	14,903	1,134
Yen holdings						
Under 6 months	69	77	–	–	77	8
6 to 12 months	–	–	–	–	–	–
1 to 5 years	429	–	472	–	472	43
Over 5 years	462	–	499	–	499	37
Total yen holdings	960	77	971	–	1,048	88
Total	**32,574**	**2,005**	**16,690**	**12,731**	**31,426**	**-1,148**

[1] Liquid foreign currency investments represent the securities and deposits held in the EFA and excludes SDRs and gold holdings.

[2] The respective December 31 exchange rates were used for the euro and yen assets.

Financing

The EFA foreign currency reserves are financed by foreign currency borrowings by the Government (see Table 4). Currently all foreign currency marketable assets are matched to foreign currency borrowings.

The Government borrows in foreign currencies exclusively to raise foreign exchange reserves for the EFA. Borrowing requirements for foreign exchange reserves are generally met through cross currency swaps of domestic obligations, which are highly cost-effective compared to other sources of foreign currency funds. Canada bills, Canada notes, Euro Medium-Term Notes (EMTNs) and global bonds may also be used, depending on the funding needs and market conditions.

During 2003 the level of outstanding Canada bills decreased slightly (by US$60 million). There were no new issuances of Canada notes, EMTNs or global bonds. One US-dollar global bond (US$2.0 billion) matured and the total cross currency swap issuances and maturities were US$0.7 billion and US$2.3 billion respectively.

Increases shown for EMTNs and Canada notes are due only to the exchange rate appreciation of the euro and yen versus the US dollar (as reserves are reported in US dollars).

Table 4

Foreign Currency Issues as at December 31

	2002	2003	Change
	(par value[1] in millions of US dollars)		
Global bonds	11,410	9,896	-1,514
Canada bills	1,712	1,652	-60
Swapped domestic issues	18,378	18,456	78
Canada notes	842	931	89
Euro Medium-Term Notes	2,161	2,413	252
Total	**34,503**	**33,348**	**-1,155**

[1] Liabilities are stated at the respective years' December 31 exchange rate.

Revenues

The EFA's revenues include income from its investments, net gains on sales of gold, and foreign exchange gains or losses on its assets and liabilities. In 2003 the EFA's income totalled C$2,963 million, compared with C$2,728 million during 2002.

The main categories of income earned by the EFA are summarized in Table 5. Data is reported in Canadian dollars, as the EFA statements of revenues in the attached financial statements are reported in Canadian dollars.

Table 5
Revenues

	2002	2003	Change
	(millions of Canadian dollars)		
Investment income			
Marketable securities	2,110	1,931[1]	-179
Cash and short-term deposits	91	49	-42
Special drawing rights	23	21	-2
Gold	4	–	-4
Total investment income	2,228	2,001	-227
Other income			
Gains on gold sales	175	205	30
Foreign exchange gains (losses)	325	757	432
Total income	**2,728**	**2,963**	**235**

[1] Includes income from securities lending.

The EFA's securities-lending program enhances the yield earned on the portfolio by lending out to counterparties securities that are highly sought after in the market. At year end, US$2.3 billion (par value) in US government securities were held by the two financial institutions that act as agents for lending these securities to market participants. Income from securities lending, included in income from marketable securities, totalled US$1.0 million during 2003 compared to US$0.6 million during 2002.

The EFA lends gold in the market on a short-term basis, occasionally using forward rate agreements in order to benefit from occasional upward fluctuations in rates offered on gold loans. Income from this activity is reported as investment income on gold. Given that the last of the bullion was sold at the end of 2003, this source of income will be removed during 2004.

Net Cost of the EFA

One objective in managing the EFA is to minimize the cost of carrying reserves. The Account must be invested in liquid high-quality fixed-income securities, which provide a relatively low rate of return. In recent years policy changes have been taken to broaden the eligible asset mix, within prudent limits, and to invest more in euro-denominated assets. These measures have helped to increase portfolio returns. Further means used to minimize the carry of the EFA have been the use of cross currency swaps, which are highly cost-effective compared to other sources of funds. The EFA's carry has been further improved by proceeds derived from the securities-lending program.

The EFA's cost of carry is currently estimated by subtracting the interest paid on Canada's foreign currency liabilities from interest earned on the EFA's assets (i.e. net interest earned or paid). It does not include realized gains/losses or revaluation effects on assets and liabilities. Work is underway to develop a new measure of portfolio performance for 2004 that will include realized and unrealized gains/losses in addition to net interest income.

Table 6 provides an estimate of the net interest cost of carry for the EFA portfolio as a whole and for segments of the portfolio. The carry of the total EFA portfolio during 2003 is estimated at -6 basis points, a level that is lower than what it would have been had the Government not sold older assets for newer issues (during the year, older, higher-yielding securities were switched into newer issues offering lower yields while maintaining a matched asset/liability portfolio, and interest rates payable on liabilities remained at a level near that of previous years.)[6] However, the reduction in interest earnings was offset by realized market value gains on the securities sold. When the realized gains are taken into consideration, the overall gain is estimated at +96 basis points. (The EFA realized US$131 million in gains on US-dollar asset sales, and US$147 million in gains on euro asset sales. These gains were accumulated over several years, and were realized in 2003 when the assets were sold.)

Table 6

Carry for the EFA During 2003

	Interest earned on assets	Interest paid on liabilities	Net interest earned on assets	Average value of assets	Carry in basis points[1]	Carry in basis points (including net realized gains)
			(millions of US dollars)			
Euro portfolio	615.5	608.2	7.3	13,225.1	+2	+45
Yen portfolio	10.8	11.3	(0.5)	941.1	0	0
US$ portfolio	525.8	565.6	(39.8)	16,278.4	-12	+47
Subtotal	1,152.1	1,185.1	(33.0)	30,444.6	-10	+92
IMF position[2]	66.7	52.4	14.3	3,527.2	+4	+4
Total	**1,218.8**	**1,237.5**	**(18.7)**	**33,971.8**	**-6**	**+96**

[1] The carry figures show the contribution of each currency portfolio to the overall carry of the EFA.

[2] Interest earned on Canada's reserve position in the IMF and SDR holdings. Interest paid includes interest paid on Canada's cumulative allocation of SDRs, plus interest paid on a portion of the US-dollar floating-rate liabilities; it is assumed that the IMF position is partially funded by these liabilities.

[6] As US interest rates reached 45-year lows in 2003, coupons attached to interest-bearing bonds issued in 2003 were generally lower compared to bonds issued in previous years. Since older securities were redeployed into newer issues (with smaller coupons) in 2003, the interest earned on US-dollar assets is lower than in previous years.

Annex 1: Foreign Exchange Market Intervention

Since September 1998 the Bank of Canada, acting as agent for the Government, has not undertaken any foreign exchange market intervention in the form of either purchases or sales of US dollars versus the Canadian dollar.[7] Since that time its only market intervention was the purchase of euros in 2000 as part of Canada's participation in the G-7 concerted intervention in support of the euro, as shown in Table 7.

Intervention in the foreign exchange market for the Canadian dollar might be considered if there were signs of a serious near-term market breakdown (e.g. extreme price volatility with both buyers and sellers increasingly unwilling to transact), indicating a severe lack of liquidity in the Canadian-dollar market. It might also be considered if extreme currency movements seriously threatened the conditions that support sustainable long-term growth of the Canadian economy; the goal would be to help stabilize the currency and to signal a commitment to back up the intervention with further policy actions, as necessary. A more detailed description of foreign exchange market intervention can be found on the Bank of Canada's Web site (www.bankofcanada.ca/en/backgrounders/bg-e2.htm).

Table 7

Foreign Exchange Market Intervention

	1999	2000	2001	2002	2003
			(millions of US dollars)		
Purchases	0	97	0	0	0
Sales	0	0	0	0	0
Net	**0**	**97**	**0**	**0**	**0**

[7] Official intervention is separate from net purchases of foreign currency for government foreign exchange requirements and for additions to reserves.

Annex 2: Investment and Credit Guidelines for the EFA

I. Eligible Issuers

To be eligible for EFA investments, an entity must have a credit rating in the top seven long-term categories from at least two of the following four rating agencies, at least one of which must be either Moody's Investors Service or Standard & Poor's:

Ratings agency	Minimum rating
Moody's Investors Service	A3 or better
Standard & Poor's	A- or better
Fitch Ratings	A- or better
Dominion Bond Rating Service	A (low) or better

Notes: The Bank for International Settlements (BIS) and the IMF are deemed to be eligible entities. Rating references elsewhere in this document use the ratings scale of Standard & Poor's.

II. Aggregate and Individual Limits on Holdings

a) Sovereigns and Directly Guaranteed Agencies

Type of issuer	Aggregate category limits (% of liquid reserves)	Individual counterparty limits (% of liquid reserves)
AAA sovereigns in domestic currency (including directly guaranteed agencies)	Unlimited	Unlimited
AAA sovereigns in foreign currency (including directly guaranteed agencies) and AA- to AA+ sovereigns in domestic and foreign currency (including directly guaranteed agencies)	25	10
Single-A sovereigns (including directly guaranteed agencies)	2	See below[1]

[1] *The limits for single-A sovereigns (including directly guaranteed agencies) are as follows:*

Credit rating	Total exposure	Of which home currency	Of which non-home currency
		(millions of US dollars)	
A+	500	500	50
A	250	250	25
A-	100	100	10

b) Other Eligible Securities/Deposits

Type of issuer/ financial institution	Aggregate category limits (% of liquid reserves)	Individual counterparty limits (% of liquid reserves)
Implicitly guaranteed sovereign agencies (including eligible US agencies)	15	3
Supranationals (not including deposits at the BIS)	25	10
Deposits at the BIS	10	–
Commercial bank deposits	US$1.5 billion	See limits below

III. Financial Institution (FI) Counterparty Credit Risk Limits

a) For Swaps, Deposits and Forwards

	Credit rating of FI counterparty						
Type of exposure	**A-**	**A**	**A+**	**AA-**	**AA**	**AA+**	**AAA**
	(millions of US dollars)						
Actual exposure	10	25	50	100	150	200	300
Aggregate actual exposure for all FI counterparties	2% of liquid reserves			n/a	n/a	n/a	n/a
	25% of liquid reserves						
Total potential exposure for all FI counterparties	1,250						

b) For Repo Transactions

Minimum credit rating for a counterparty	A-	
Business line limits for counterparties, by credit rating	AAA	US$750 million
	AA	US$500 million
	A	US$300 million
Eligible collateral	US treasuries and agencies	
Minimum rating for collateral	AAA	
Maximum term of collateral	10.5 years	

IV. Terms of Investments

Instrument	Maximum term
Commercial bank deposits and other non-marketable investments	3 months
Commercial bank marketable investments	1 year
Single-A sovereign investments	
In local currency	5 years
In foreign currency	1 year
All other marketable securities	10.5 years (unless matching a specific liability that exceeds 10.5 years)

V. Liquidity Limits

Minimum holdings of US treasuries	10% of liquid reserves
Minimum issue size	US$500 million
Maximum holding of any issue/note program/commercial paper (CP) program	10% of the issue/note program/CP program
Maximum non-marketable investments beyond 5 days in term	15% of liquid reserves

VI. Currency Composition Guideline

Currency	Portion of liquid reserves
US dollar	US$15 billion, subject to an operating range
Euro and/or yen	Remainder of the EFA

Annex 3: Canada's Official International Reserves

Month-to-Month Changes

Month-end	Securities	Deposits	Gold[1]	Special drawing rights[2]	Reserve position in the IMF[3]	Total	Total monthly change	Reserves management operations[4]	Gains and losses on gold sales	Return on investments[5]	Foreign currency debt charges	Revaluation effects	Net government operations[6]	Official intervention	Other transactions[7]
						(market value in millions of US dollars)									
2002															
December	30,240	2,445	205	712	3,567	37,169	668	-692	-1	444	-195	855	257	0	0
2003															
January	29,377	3,719	220	728	3,591	37,635	466	-44	0	127	-33	423	-16	0	9
February	28,160	3,266	177	738	3,560	35,901	-1,734	-2,030	-5	283	-107	34	0	0	91
March	27,946	3,309	170	739	3,762	35,926	25	84	0	-102	-165	165	0	0	43
April	28,819	2,813	142	745	3,744	36,263	337	-30	-1	94	-66	340	0	0	0
May	30,377	2,319	153	777	3,797	37,423	1,160	-85	0	458	-104	847	-1	0	45
June	29,213	2,463	107	766	4,150	36,699	-724	-29	-2	-2	-213	-395	0	0	-83
July	28,771	2,027	110	761	4,096	35,765	-934	-126	0	-366	-152	-376	-43	0	129
August	28,575	2,100	65	765	3,785	35,290	-475	-111	1	-24	-26	-315	0	0	0
September	29,095	2,751	67	794	3,971	36,678	1,388	36	0	394	-83	1,041	0	0	0
October	29,258	1,789	67	795	3,947	35,856	-822	-399	0	-222	-120	-81	0	0	0
November	28,671	2,573	69	812	3,968	36,093	237	-215	0	-19	-47	518	0	0	0
December	29,421	2,116	45	838	3,848	36,268	175	-724	-1	241	-183	842	0	0	0
Total	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**-901**	**-3,673**	**-8**	**862**	**-1,299**	**3,043**	**-60**	**0**	**234**

[1] Gold valuation is based on the London p.m. fix on the last business day of the reporting month.

[2] Special drawing right (SDR)-denominated assets are valued in US dollars at the SDR rate established by the IMF. A rise in the SDR in terms of the US dollar generates an increase in the US-dollar value of Canada's holdings of SDR-denominated assets.

[3] The reserve position in the IMF represents the amount of foreign exchange which Canada is entitled to draw from the IMF on demand for balance of payments purposes. It equals the Canadian quota, less IMF holdings of Canadian dollars, plus loans to the IMF.

[4] Net change in securities and deposits resulting from foreign currency funding activities of the Government. (Issuance of foreign currency liabilities used to acquire assets increases reserves, while maturities decrease reserves).

[5] Return on investments comprises interest earned on investments and changes in the market value of securities resulting from changes in interest rates.

[6] Net government operations are the net purchases of foreign currency for government foreign exchange requirements and for additions to reserves.

[7] Other transactions cover increased support for IMF lending operations.

Annex 4: Glossary

basis point: One-hundredth of a percentage point (0.01 per cent).

Canada bill: Promissory note denominated in US dollars and issued only in book-entry form. Canada bills mature not more than 270 days from their date of issue, and are discount obligations with a minimum order size of US$1,000,000 and a minimum denomination of US$1,000. Delivery and payment occur in same-day funds through Chase Manhattan Bank in New York City. Primary distribution occurs through five dealers: CIBC Wood Gundy Inc., Credit Suisse First Boston Corporation, Goldman, Sachs & Co., Lehman Brothers Inc. and RBC Dominion Securities Inc. Rates on Canada bills are posted daily for terms of one to six months. Canada bills are issued for foreign exchange reserve funding purposes only.

Canada note: Promissory note usually denominated in US dollars and available in book-entry form. Canada notes are issued in denominations of US$1,000 and integral multiples thereof. At present the aggregate principal amount outstanding issued under the program is limited to US$10.0 billion. Notes can be issued for terms of nine months or longer, and can be issued at a fixed or a floating rate. The interest rate or interest rate formula, issue price, stated maturity, redemption or repayment provisions, and any other terms are established by the Government of Canada at the time of issuance of the notes and are indicated in the Pricing Supplement. Delivery and payment occur through the Bank of New York. The notes are offered by the Government through five dealers: Credit Suisse First Boston Corporation, Goldman, Sachs & Co., Lehman Brothers Inc., Nesbitt Burns Securities Inc. and Scotia Capital Markets (USA) Inc. The Government may also sell notes to other dealers or directly to investors. Canada notes are issued for foreign exchange reserve funding purposes only.

cross currency swap: An agreement that exchanges one type of return for another (e.g. a fixed for a floating rate of interest) and the principal amount for the term of the swap. Cross currency swaps of domestic obligations are a cost-effective alternative to foreign-currency-denominated bond issues as a means of meeting the Government's targets for longer-term foreign currency funding.

Euro Medium-Term Note (EMTN): Medium-term note issued outside the United States and Canada. Government of Canada EMTNs are sold either by dealers in the dealer group, or by dealers who are not in the dealer group but who are acting as the Government's agent for the particular transaction (called reverse inquiry). EMTNs are sold on a bought-deal basis (i.e. the dealer purchasing EMTNs is responsible for the sale of the notes) and on an intermittent basis. The arranger for the EMTN program is Morgan Stanley Dean Witter. The London-based dealer group includes CIBC World Markets plc, Goldman Sachs International and J.P. Morgan Securities Ltd. among others. The EMTN program further diversifies the sources of cost-effective funding for the foreign exchange reserves. Notes issued under this program can be denominated in a range of currencies and structured to meet investor demand. EMTNs are issued for foreign exchange reserve funding purposes only.

global bond: Syndicated, marketable debt instrument issued in a foreign currency with a fixed interest rate. The majority of global bonds issued by Canada are denominated in US dollars.

repo; repurchase agreement: A transaction in which a party sells a security and simultaneously agrees to repurchase it at a given price after a specified time.

securities lending: A loan of a security from one counterparty to another, who must eventually return the same security as repayment. The loan is often collateralized. Securities lending allows a counterparty in possession of a particular security to earn enhanced returns on the security.

Exchange Fund Account

Management Responsibility for the Financial Statements

Responsibility for the Financial Statements of the Exchange Fund Account (the Account) and all other information presented in this Annual Report rests with the Department of Finance. The operation of the Account is governed by the provisions of Part II of the *Currency Act*. The Account is administered by the Bank of Canada as fiscal agent.

The Financial Statements were prepared in accordance with the stated accounting policies set out in Note 2 to the Financial Statements, which conform to those used by the Government of Canada. These policies were applied on a basis consistent with that of the preceding year.

The Department of Finance establishes policies for the Account's transactions and investments, and for related accounting activities. It also ensures that the Account's activities comply with the statutory authority of the *Currency Act*.

The Bank of Canada effects transactions for the Account and maintains records, as required to provide reasonable assurance regarding the reliability of the Financial Statements. The Bank reports to the Department of Finance on the financial position of the Account and on the results of its operations.

The Auditor General of Canada conducts an independent audit of the Financial Statements of the Account and reports the results of her audit to the Minister of Finance.

The Annual Report of the Account is tabled in Parliament along with the Financial Statements, which are also part of the Public Accounts of Canada and are referred to the Standing Committee on Public Accounts for their review.

W. P. Jenkins

Paul Jenkins
Senior Deputy Governor
Bank of Canada

Kevin G. Lynch
Deputy Minister
Department of Finance

S. Vokey

S. Vokey, CA
Chief Accountant
Bank of Canada

Ottawa, Canada

Auditor's Report

To the Minister of Finance

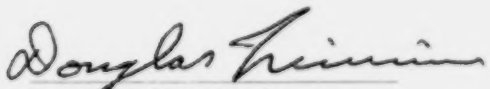
I have audited the balance sheet of the Exchange Fund Account as at December 31, 2003 and the statement of revenue for the year then ended. These financial statements have been prepared to comply with Sections 20 and 21 of the *Currency Act*. These financial statements are the responsibility of the Account's management. My responsibility is to express an opinion on these financial statements based on my audit.

I conducted my audit in accordance with Canadian generally accepted auditing standards. Those standards require that I plan and perform an audit to obtain reasonable assurance whether the financial statements are free of material misstatement. An audit includes examining, on a test basis, evidence supporting the amounts and disclosures in the financial statements. An audit also includes assessing the accounting principles used and significant estimates made by management, as well as evaluating the overall financial statement presentation.

In my opinion, these financial statements present fairly, in all material respects, the financial position of the Account as at December 31, 2003 and its revenues and its cash flows for the year then ended in accordance with the accounting policies set out in Note 2 to the financial statements, which conform to the accounting policies of the Government of Canada.

These financial statements, which have not been, and were not intended to be, prepared in accordance with Canadian generally accepted accounting principles, are solely for the information and use of the Minister of Finance for complying with Sections 20 and 21 of the *Currency Act* as set out in Note 2 to the financial statements. The financial statements are not intended to be and should not be used by anyone other than the specified users or for any other purpose.

Further, in my opinion, the transactions of the Account that have come to my notice during my audit of the financial statements have, in all significant respects, been in accordance with Part II of the *Currency Act*.



Douglas G. Timmins, CA
Assistant Auditor General
for the Auditor General of Canada

Ottawa, Canada
March 12, 2004

Exchange Fund Account

Balance Sheet as at 31 December 2003

	2003		2002	
	US	Canadian	US	Canadian
		(millions of dollars)		
Assets				
Denominated in US dollars				
Cash and short-term deposits	2,277	2,952	2,529	3,990
Marketable securities (Notes 5 and 6)	12,812	16,611	14,635	23,088
	15,089	19,563	17,164	27,078
Denominated in other foreign currencies				
Cash and short-term deposits (Note 7)	89	116	134	211
Marketable securities (Notes 5 and 7)	15,261	19,786	13,899	21,928
	15,350	19,902	14,033	22,139
Denominated in Special Drawing Rights				
Special drawing rights (Note 8)	842	1,090	719	1,134
Gold and gold loans (Note 9)	6	7	28	45
	848	1,097	747	1,179
Official international reserve assets	31,287	40,562	31,944	$ 50,396
Due to the Consolidated Revenue Fund				
Advances (Note 10)		37,599		47,668
Net revenue for the year		2,963		2,728
		40,562		**50,396**

Approved:

W. P. Jenkins

Paul Jenkins
Senior Deputy Governor
Bank of Canada

Kevin G. Lynch
Deputy Minister
Department of Finance

S. Vokey

S. Vokey, CA
Chief Accountant
Bank of Canada

(The accompanying notes are an integral part of these financial statements.)

Exchange Fund Account

Statement of Revenue
Year Ended 31 December 2003

	2003	2002
	(millions of Canadian dollars)	
Revenue from investments		
Marketable securities	1,931	2,110
Cash and short-term deposits	49	91
Special drawing rights	21	23
Gold	–	4
	2,001	2,228
Other revenue		
Net gain on sales of gold	205	175
Net foreign exchange gains	757	325
	962	500
Net revenue for the year due to the Consolidated Revenue Fund	**2,963**	**2,728**

(The accompanying notes are an integral part of these financial statements.)

Exchange Fund Account

Notes to the Financial Statements
Year Ended 31 December 2003

1. Authority and Objective

The Exchange Fund Account (the Account) is governed by Part II of the *Currency Act*. The Account is in the name of the Minister of Finance and is administered by the Bank of Canada as fiscal agent. The *Financial Administration Act* does not apply to the Account.

The legislative mandate of the Account is to aid in the control and protection of the external value of the Canadian dollar, and the Minister of Finance acquires or sells for the Account those assets that are deemed appropriate for this purpose in accordance with the *Currency Act*. The Account is empowered to invest in instruments approved by the Minister of Finance in accordance with the *Act*.

The objectives of the Account are to provide general liquidity for the government and to promote orderly conditions in the foreign exchange market for the Canadian dollar. In September 1998, the Department of Finance and the Bank of Canada decided to move away from intervening in the foreign exchange market in a predictable or automatic fashion (selling/buying foreign currencies / buying/selling Canadian dollars when there were market forces on the value of the Canadian dollar). Instead, the current policy is for the Bank of Canada to intervene on a discretionary basis.

Revenue for the year is payable to the Consolidated Revenue Fund (CRF) of the Government of Canada within three months after the end of the year in accordance with the *Currency Act*.

2. Significant Accounting Policies

As stipulated in the *Currency Act*, the financial statements of the Account are prepared in accordance with the accounting policies used by the Government of Canada to prepare its financial statements. The financial statements of the Account are prepared for the Minister of Finance in compliance with Sections 20 and 21 of the *Currency Act*.

The basis of accounting used in these financial statements differs from Canadian generally accepted accounting principles because it excludes the disclosure of the notional cost of advances. The advances are provided interest free under the terms and conditions prescribed by the Governor in Council and the Account reflects only transactions pertaining to the assets of the Account. The significant accounting policies of the Account are set out below.

a) Basis of Presentation

The purpose of the financial statements is to report to Parliament on the operations of the Account to comply with the *Currency Act*. The Bank of Canada, on behalf of the Minister of Finance, may sell, lend, borrow, or deal in assets under

the terms and conditions prescribed by the *Currency Act*. The reporting entity of the Account is limited to those transactions permitted by the *Currency Act* and to the category of expenses determined by the Minister as authorized by legislation. For that purpose, the following operations are recorded in the Account:

All proceeds, earnings, and interest from transactions relating to the assets are credited to the Account, along with all amounts received on the maturity of deposits, securities, and notes held for the Account.

All expenses determined by the Minister to have been incurred in respect of the operations of the Account are paid out of the Account. This excludes the cost of administrative, custodial, and fiscal- agency services that are provided by the Bank of Canada with regard to the transactions in the Account and that are not recognized in the financial statements.

Interest-free advances to the Account from the CRF are authorized by the Minister under the terms and conditions prescribed by the Governor in Council.

The annual net revenue of the Account is paid to the CRF (or charged to the CRF when net revenue is a negative amount).

All material changes in cash flows are evident from the financial statements. A separate statement of cash flows has not been prepared.

b) Valuation of Assets

The estimated fair market value of cash, short-term deposits, and special drawing rights (SDRs), which are recorded at cost and generally held to maturity, is deemed to be equal to their book value.

Marketable securities are adjusted for unamortized premiums or discounts, where applicable, and are reported at the lower of their amortized costs, including accrued interest and year-end market values. Purchases and sales of securities are recorded at the settlement dates.

Marketable securities, short-term deposits and SDRs include accrued interest. The SDR is a unit of account issued by the International Monetary Fund (IMF), and its value is determined in terms of a basket of four major currencies.

Gold and gold loans include accrued interest. Gold and gold loans are carried in the Account at a value of 35 SDRs per fine ounce, which approximates cost and conforms to the value used in the *Public Accounts of Canada*.

c) Revenue from Investments

Revenue from investments is recorded on an accrual basis and includes interest earned, amortization of premiums and discounts, gains or losses on sales of securities, revenues from gold loans, and revenues from securities-lending activities. Writedowns of securities to their year-end market values (if applicable) are netted against investment revenue in the year in which they occur.

d) Gold

Net gains on gold sales are recorded at settlement dates and are included in the category *Other revenue* in the *Statement of Revenue*. Interest revenue from gold loans is recorded on an accrual basis and premiums on the sales of call options on gold are recorded when received. Both are included in category *Revenue from investments* in the *Statement of Revenue*.

e) Tri-party Reverse Repurchase Agreement

In 2003, tri-party reverse repurchase transactions were implemented. Tri-party reverse repurchase trades are money market transactions where the Account lends funds on a secured basis to designated counterparties at prevailing market rates. The collateral on these transactions is held by a tri-party custodian. Tri-party reverse repurchase transactions are recorded on the balance sheet under the category *Cash and short-term deposits*. They include amounts at which the securities were originally loaned plus the accrued interest. Revenue from these transactions is included in the category *Revenue from investments* in the *Statement of Revenue*.

f) Translation of Foreign Currencies and SDRs

Assets and advances denominated in foreign currencies and SDRs are translated into Canadian and US-dollar equivalents at year-end market exchange rates, which were as follows:

	2003	2002
	(Canadian dollars)	
US dollars	1.2965	1.5776
Euros	1.6282	1.6568
Japanese yen	0.01207	0.01328
Special drawing rights	1.92656	2.13699

Gains or losses resulting from the translation of assets and advances denominated in foreign currencies and SDRs, as well as transactions throughout the year, are recorded as net foreign exchange gains and are included in the category *Other revenue* in the *Statement of Revenue*. Unrealized foreign exchange gains or losses on forward currency contracts are also recorded in revenue as net foreign exchange gains.

Investment revenue in foreign currencies and SDRs is translated into Canadian dollars at the foreign exchange rates prevailing on the date the revenue is earned.

3. Official Government Operations

Official government operations involve purchases and sales of Canadian dollars against foreign currencies. These are undertaken to promote orderly conditions in the market for the Canadian dollar or to meet net government requirements for foreign exchange. Since September 1998, no transactions were aimed at moderating movements in the value of the Canadian dollar.

The majority, but not all, of Canada's official international reserves reside inside the Account. The Account represents approximately 89 per cent (90 per cent in 2002) of Canada's official reserves.

4. Risk Management and Financial Instruments

The role of the Account as principal repository of Canada's official international reserves determines the nature of its assets and of its operations, as well as its use of financial instruments.

To ensure that the Account asset portfolio is prudently diversified with respect to credit risk, the investment guidelines specify limits on holdings by class of issuer (sovereign, agency, supranational, or commercial financial institution) and type of instrument. There are also limits on exposure to any one issuer or counterparty.

With respect to investment guidelines prescribed by the Minister of Finance, the Account may hold debt issued in the designated currencies by highly rated sovereign governments and their agencies, as well as by supranational organizations. Eligible issues must have an A-rating or better from two of four designated rating agencies (Standard & Poor's, Moody's, Fitch, and Dominion Bond Rating Service), one of which must be either Moody's or Standard & Poor's. The Account may also make deposits and execute other transactions with commercial financial institutions that meet the same rating criteria, with the term to maturity of commercial deposits limited to three months or less.

Interest rate and foreign currency risks are managed by adopting a strategy of matching the duration structure and the currency of the Account's assets with the related foreign currency borrowings of the Government of Canada.

Through the securities-lending program, agents can lend securities only up to a prescribed maximum amount and only to a list of counterparties approved by the Government. Each borrower must enter into a Securities Loan Agreement with either of the agents. Borrowers are also required to provide collateral for securities borrowed, according to a specific list approved by the government. Collateral is limited to specific security types, terms to maturity, and credit ratings. The agents also provide an indemnity in the event of default by the borrower. The Account enters into securities lending in order to earn extra return on investments.

5. Term Structure of Foreign Currency Investments

	2003						2002
	Par value				Unamortized premium/ discount and accrued interest	Amortized cost	Amortized cost
	Under 6 months	6 to 12 months	1 to 5 years	Over 5 years			
	(millions of US dollars)						
US-dollar holdings							
Government securities	3,200	–	–	–	(5)	3,195	3,114
Other securities	1,375	1,265	5,248	1,504	225	9,617	11,521
Total US-dollar holdings	4,575	1,265	5,248	1,504	220	12,812	14,635
Other foreign currencies							
Euro holdings							
Other securities	521	927	6,539	5,838	501	14,326	13,053
Yen holdings							
Government securities	–	–	465	465	5	935	846
Total other foreign currencies	521	927	7,004	6,303	506	15,261	13,899
Total	**5,096**	**2,192**	**12,252**	**7,807**	**726**	**28,073**	**28,534**

6. Marketable Securities Denominated in US Dollars

	2003			2002		
	Par value	Amortized cost		Par value	Amortized cost	
Securities	US	US	Canadian	US	US	Canadian
			(millions of dollars)			
US government	3,200	3,193	4,141	3,125	3,114	4,913
US federal agencies	5,124	5,182	6,718	4,366	4,415	6,965
Sovereign paper and international institutions	4,268	4,306	5,583	6,875	6,901	10,886
Accrued interest	–	131	169	–	205	324
	12,592	12,812	16,611	14,366	14,635	23,088
Estimated market value at year-end		13,199	17,113		15,316	24,163

Estimated market values are based on quoted market prices.

Loans of securities are effected on behalf of the Account by agents who guarantee the loans and obtain collateral of equal or greater value from their approved counterparties in these transactions. At year-end, a portion of the Account's holdings of US government securities consisting of US$2,250 million (par value) in Treasury Bills (US$2,200 million in 2002) is being used in securities-lending operations with financial institutions.

7. Assets Denominated in Other Foreign Currencies

Cash and short-term deposits

	2003		2002	
	US	Canadian	US	Canadian
		(millions of dollars)		
Euros	13	17	65	102
Japanese yen	76	99	69	109
	89	**116**	**134**	**211**

Marketable securities

	2003			2002		
	Par value	Amortized cost		Par value	Amortized cost	
	US	US	Canadian	US	US	Canadian
			(millions of dollars)			
Euros	13,825	14,326	18,573	12,637	13,053	20,593
Japanese yen	931	935	1,213	842	846	1,335
	14,756	15,261	19,786	13,479	13,899	21,928
Estimated market value at year-end		15,862	20,565		14,597	23,028

Estimated market values are based on quoted market prices.

8. Special Drawing Rights (SDRs)

	2003		2002	
	US	Canadian	US	Canadian
		(millions of dollars)		
Held at year-end	838	1,087	717	1,130
Accrued interest	4	3	2	4
	842	**1,090**	**719**	**1,134**

9. Gold and Gold Loans

During the year, the Account sold 490,067 fine ounces of gold (452,516 fine ounces in 2002).

	2003		2002	
	US	Canadian	US	Canadian
		(millions of dollars)		
Held at year-end				
Gold loans	–	–	23	37
Gold	6	7	5	8
	6	**7**	**28**	**45**

The year-end carrying values and market values (based on London fixings) of gold and gold loans, excluding accrued interest, are:

	2003		2002	
	Price per fine ounce	Total value in millions	Price per fine ounce	Total value in millions
Carrying value				
US	52.01	6	47.41	28
Canadian	67.43	7	74.79	45
Market value				
US	417.25	45	347.20	208
Canadian	540.96	59	547.74	328

10. Due to the Consolidated Revenue Fund (CRF)—Advances

The Account is funded by advances from the CRF. These are limited to Can$60 billion by Order-in-Council dated 26 April 2001. At year-end, advances from (deposits with) the CRF consisted of:

	2003	2002
	(millions of Canadian dollars)	
US dollars	23,898	32,852
Canadian dollars	(4,347)	(5,447)
Euros	17,920	20,132
Japanese yen	1,303	1,435
Special drawing rights	(1,175)	(1,304)
	37,599	**47,668**

The proceeds of Canada's borrowings in foreign currencies and allocations of SDRs by the IMF have been advanced from the CRF to the Account. Subsequent repayments of foreign currency debt are made using the assets of the Account and result in reductions in the level of foreign currency advances. Interest payable by Canada on borrowings in foreign currencies and charges on allocations of SDRs to Canada are charged directly to the CRF.

Canadian-dollar advances are required by the Account for the settlement of its purchases of foreign currencies. Sales of foreign currencies result in receipts of Canadian dollars that are remitted to the CRF, causing reductions in the level of outstanding Canadian-dollar advances. Cumulative net sales of foreign currencies can result in overall net deposits of Canadian dollars by the Account with the CRF.

11. commitments

a) Currency Swaps

The Account may enter into short-term currency swap arrangements with the Bank of Canada to assist the Bank in its cash-management operations. There were no drawings under this facility in 2003 or 2002, and there were no commitments outstanding as at 31 December 2003.

b) Gold Options and Forward Contracts

The Minister of Finance has authorized the sale of call options, as well as forward sales, on part of the Account's gold holdings. At year-end, the Account had no commitments to sell gold under gold options (20,000 fine ounces in 2002) or forward contracts (US$ 66 million in 2002).

c) Foreign Currency Contracts

The following table presents the fair value of foreign currency contracts with contractual amounts outstanding at 31 December:

	2003		2002	
	Contractual value	Fair value	Contractual value	Fair value
	(millions of canadian dollars)			
Forward sales	4	–	2,975	(29)
Forward purchases	–	–	2,991	29

The estimated fair values of foreign exchange contracts are calculated using the year-end exchange rates. Foreign exchange contracts that have a positive fair value are those contracts that, if settled immediately, would result in a gain. Conversely, immediate settlement of a contract with a negative fair value would result in a loss.

Rapport sur la gestion des réserves officielles de liquidités internationales du Canada

2003

Canada

Rapport sur la gestion des réserves officielles de liquidités internationales du Canada

2003

Ministère des Finances Canada
Department of Finance Canada

© **Sa Majesté la Reine du chef du Canada (2004)**
Tous droits réservés

Toute demande de permission pour reproduire ce document doit
être adressée à Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.

On peut obtenir des exemplaires de ce document en s'adressant au :

Centre de distribution
Ministère des Finances Canada
Pièce P-135, tour Ouest
300, avenue Laurier Ouest
Ottawa (Ontario) K1A 0G5
Téléphone : (613) 995-2855
Télécopieur : (613) 996-0518

On peut obtenir ce document sur Internet
à l'adresse : www.fin.gc.ca

This publication is also available in English.

N° de cat. : F2-174/2004F
ISBN 0-662-76820-5

Table des matières

But du Rapport 5

Faits saillants en 2003 7

Section I : Vue d'ensemble du Compte du fonds des changes 9
- But du CFC 9
- Principes et objectifs 9
- Cadre de gouvernance 9
- Avoirs du CFC 10
- Gestion du risque 12

Section II : Opérations du Compte du fonds des changes en 2003 14
- Principales initiatives en 2003 14
- Conditions du marché en 2003 16
- Variation du niveau des réserves 17
- Composition du portefeuille d'avoirs 20
- Financement 21
- Revenus 21
- Coût net de détention du CFC 22

Annexe 1 : Interventions sur le marché des changes 24

Annexe 2 : Lignes directrices en matière de placement et de crédit pour le CFC 25

Annexe 3 : Réserves officielles de liquidités internationales du Canada 28

Annexe 4 : Glossaire 29

États financiers 31

But du Rapport

Le présent Rapport passe en revue les opérations du Compte du fonds des changes (CFC) pour l'année civile 2003. Le CFC est le principal compte de dépôt des réserves officielles de liquidités internationales du Canada et le seul portefeuille de réserves qui est géré activement.

Le CFC est régi par la *Loi sur la monnaie*, qui stipule que le ministre des Finances rendra compte au Parlement des opérations du CFC chaque année civile dans les cinq mois qui suivent la fin de l'année en cause.

Le Rapport brosse un tableau détaillé de la composition du CFC et de ses variations au cours de l'année ainsi que du contexte entourant sa gestion et des initiatives stratégiques le concernant. Les états financiers qui l'accompagnent, qui ont été vérifiés par la vérificatrice générale du Canada, fournissent des renseignements supplémentaires sur la position financière en fin d'année du CFC et sur son évolution durant l'année.

Qu'est-ce que le Compte du fonds des changes?

Le CFC est le principal compte de dépôt des réserves officielles de liquidités internationales du Canada. Il permet de répondre aux besoins de trésorerie généraux en devises du gouvernement du Canada et constitue une source de financement pour aider à favoriser le comportement ordonné du dollar canadien sur le marché des changes.

Composition du Compte du fonds des changes au 31 décembre 2003

	(valeur marchande en millions de dollars américains)
Titres	29 421
Dépôts	2 005
Or	45
Droits de tirage spéciaux	838
Total	**32 309**

L'actif du CFC est financé par des engagements en devises. Les avoirs et les devises sont gérés comme des portefeuilles et sont appariés le plus étroitement possible sur le plan tant des devises que de la durée afin que les risques de change et de taux d'intérêt soient réduits au minimum.

Les réserves officielles de liquidités internationales du Canada s'établissaient à 36,3 milliards de dollars américains au 31 décembre 2003 et se composaient du Compte du fonds des changes (32,3 milliards de dollars américains), de comptes de devises détenus par la Banque du Canada (106 millions de dollars américains) et par le Receveur général (5 millions de dollars américains) et de la position de réserve au Fonds monétaire international (FMI) (3 848 millions de dollars américains).

Faits saillants en 2003

L'année 2003 a été marquée par les faits suivants :

Au 31 décembre 2003, les réserves officielles de liquidités internationales se situaient à 36,3 milliards de dollars américains, leur niveau ayant baissé légèrement (37,2 milliards au 31 décembre 2002). Cette baisse tient principalement au fait que d'importants engagements en devises sont arrivés à échéance, entraînant la vente d'avoirs; ces engagements ont été en partie compensés par une réévaluation des avoirs en devises occasionnée par l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar américain. Il n'y a eu aucun changement résultant d'interventions sur le marché des changes pendant l'année.

La structure du portefeuille du CFC a été gérée de manière à limiter le coût de détention des avoirs. En 2003, le gouvernement a réalisé des revenus nets de 259 millions de dollars américains. Ce montant tient compte des coûts nets en intérêts, qui ont totalisé 19 millions de dollars américains, et du produit des ventes d'avoirs, qui s'est chiffré à 278 millions de dollars américains.

Conformément à la politique du gouvernement qui est de prémunir le portefeuille de réserves du Canada contre les risques de change et de taux d'intérêt, le montant des avoirs en devises a été aligné sur celui des engagements. Le montant des engagements en devises avait excédé celui des avoirs en devises au cours des dernières années, par suite, dans une large mesure, des interventions effectuées sur le marché des changes pour soutenir le dollar canadien en 1998.

Une évaluation externe de la gestion des réserves du gouvernement a permis de conclure que les pratiques du Canada se comparaient favorablement à celles d'autres États souverains et d'institutions financières privées. Le rapport d'évaluation et la réponse du ministère des Finances aux recommandations formulées ont été présentés au Parlement et soumis au Bureau du vérificateur général du Canada. Ils sont également disponibles sur demande auprès du ministère des Finances.

Dans le cadre des efforts continus qu'il effectue en vue d'accroître la transparence et de rester à la fine pointe des pratiques appliquées par les États souverains, le gouvernement a publié ses lignes directrices en matière de placement et de crédit pour le portefeuille du CFC sur le site Web du ministère des Finances (www.fin.gc.ca/efa/EFAGuidelines_f.html).

Un nouveau cadre reposant sur l'introduction d'un programme de mise en pension de titres libellés en dollars américains a été mis en place afin de garantir une partie des dépôts de titres à court terme en dollars américains. Le risque de crédit du gouvernement à l'égard des institutions financières a ainsi diminué de façon appréciable.

Le gouvernement a vendu le reste de ses lingots d'or en décembre 2003. Le produit des ventes d'or réalisées au cours des 20 dernières années a été placé dans des avoirs productifs d'intérêts qui ont rapporté au CFC 13 milliards de dollars américains de plus que si le gouvernement avait maintenu sa réserve d'or. Il faut souligner que le gouvernement continue de détenir des pièces d'or.

Le gouvernement a mis en place un nouveau cadre de gouvernance qui améliore la coordination, entre le ministère des Finances et la Banque du Canada, de la gestion financière et des risques liés à la dette et aux réserves du gouvernement. Le nouveau cadre facilitera le processus décisionnel du CFC et la gestion du risque dans le contexte de la stratégie globale approuvée par le ministre.

Section I : Vue d'ensemble du Compte du fonds des changes

Le CFC est le principal compte de dépôt des réserves officielles de liquidités internationales du Canada et la composante de ces réserves qui est gérée activement par le gouvernement. Il est constitué de titres (obligations et billets émis par un État souverain, un organisme officiel ou une institution financière internationale) et de dépôts bancaires sous forme de devises, d'or et de droits de tirage spéciaux (DTS)[1].

But du CFC

Le CFC a pour but de répondre aux besoins de trésorerie généraux en devises du gouvernement et de fournir des fonds afin d'aider à favoriser un comportement ordonné du dollar canadien sur le marché des changes.

Principes et objectifs

La gestion du CFC est dictée par les principes et objectifs suivants :

Prudence : Maintenir un niveau adéquat de réserves placées dans des avoirs très liquides et de haute qualité. Gérer les réserves dans un cadre qui apparie les engagements en devises aux avoirs de réserve pour immuniser celles-ci contre les risques de change et de taux d'intérêt, et qui maîtrise le risque de crédit par la diversification du portefeuille et l'utilisation de cadres de gestion des garanties.

Efficience : Réduire le coût de détention des réserves (c'est-à-dire l'écart entre les intérêts versés sur les engagements en devises et les intérêts produits par les avoirs de réserve).

Consultation : Consulter les participants au marché au sujet des changements importants apportés au programme de gestion des réserves de change.

Pratiques exemplaires : S'assurer que le cadre opérationnel et les pratiques qui sont appliqués sont comparables à ceux d'autres États souverains emprunteurs et du secteur privé.

Cadre de gouvernance

Le CFC est régi par les dispositions de la *Loi sur la monnaie*, qui stipule que le ministre des Finances doit rendre compte au Parlement des opérations du CFC chaque année civile dans les cinq mois qui suivent la fin de l'année en cause.

[1] Le DTS est un instrument de réserve international créé par le FMI en 1969 pour suppléer aux réserves officielles existantes des pays membres. Les DTS sont attribués à ces derniers au prorata de leur quote-part au FMI. Le DTS est également l'unité de compte du FMI et de certaines autres institutions internationales. Sa valeur est établie selon un panier de grandes monnaies.

Le gouvernement approuve les politiques générales relatives à la gestion du CFC, décide plus particulièrement du niveau auquel devraient se situer les réserves de change et présente au Parlement un rapport annuel sur les opérations du CFC. Le ministère des Finances et la Banque du Canada se partagent la responsabilité de la gestion du CFC. C'est la Banque du Canada qui, en sa qualité d'agent financier du ministre des Finances, assure l'exécution des opérations du CFC.

En 2003, le gouvernement a mis en place un nouveau cadre de gouvernance pour la gestion financière, dont la gestion du CFC et la limitation du risque. Des précisions sur la gouvernance sont données à la section II.

Avoirs du CFC

Niveau des réserves

Au 31 décembre 2003, le niveau des réserves officielles de liquidités internationales se situait à 36,3 milliards de dollars américains, et le portefeuille du CFC totalisait 32,3 milliards de dollars américains. Les réserves sont déclarées à leur valeur marchande. La valeur des réserves peut fluctuer en raison de facteurs externes (p. ex., les variations des taux de change et des taux d'intérêt) ou de mesures prises par les gestionnaires (p. ex., l'augmentation des placements). Des précisions sur les sources des variations des réserves sont données à la section II.

Structure et composition

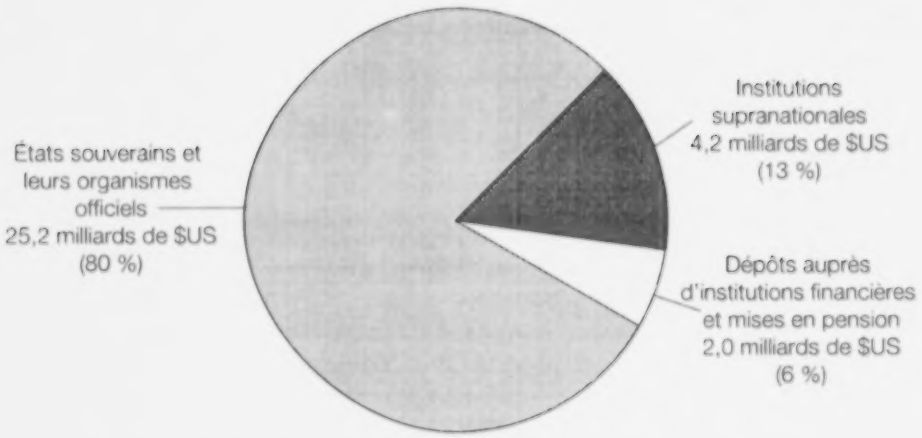
Structure

Le CFC comporte deux volets : un volet liquidité et un volet placement. Le volet liquidité sert à répondre aux besoins généraux de liquidités en devises du gouvernement. Il se compose d'avoirs négociables à court terme (moins d'un an) hautement cotés et libellés en dollars américains, tels que des bons à prime et des dépôts bancaires. Le volet placement consiste en un ensemble diversifié d'obligations liquides hautement cotées, libellées en dollars américains, en euros et en yens.

Placements admissibles

Le gouvernement peut investir dans des titres (obligations et billets) émis par un État souverain, un organisme officiel ou une institution financière internationale. Les réserves peuvent également être placées sous forme de dépôts en dollars américains auprès d'institutions financières ou de mises en pension de titres libellés en dollars américains. Des précisions sur le programme de mise en pension du gouvernement figurent à la section II. Comme l'indique le graphique 1, au 31 décembre 2003, la majeure partie des réserves était placée dans des titres émis par des États souverains et leurs organismes officiels.

Graphique 1
Placements du CFC, par émetteur
au 31 décembre 2003



Nota – Les chiffres ayant été arrondis, leur somme peut ne pas correspondre au total indiqué.

Ventilation des devises

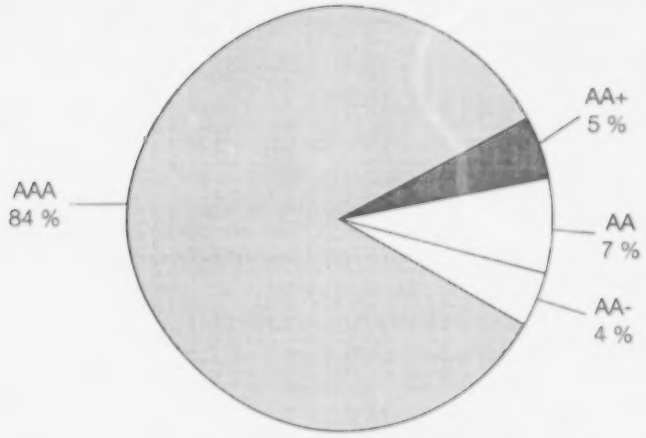
Le CFC peut détenir des placements libellés en trois devises : le dollar américain, l'euro et le yen. Environ 50 % des avoirs du CFC sont investis en dollars américains, ce qui tient au fait que la plupart des engagements sont libellés dans cette monnaie et que, dans le passé, les interventions sur le marché des changes se sont faites surtout sur le marché du dollar canadien-dollar américain. Le reste du CFC est réparti entre l'euro et le yen en fonction des occasions de placement qui s'offrent sur ces marchés. Au 31 décembre 2003, la portion du portefeuille libellée en dollars américains s'élevait à 15,6 milliards (49,4 %), la portion libellée en euros, à 11,9 milliards (47,3 %) et la portion libellée en yens, à 112,5 milliards (3,3 %)[2]. Une ventilation détaillée selon les devises figure à la section II.

Cotes de crédit admissibles

Pour être admissible à des placements du CFC, un organisme doit jouir d'une cote de crédit d'au moins A- (lignes directrices à l'annexe 2). La majeure partie des placements du CFC se situent dans la catégorie AAA, comme l'indique le graphique 2.

[2] D'après une évaluation continue des besoins, il a été établi que la portion libellée en dollars américains devrait être maintenue autour de 15 milliards de dollars (à l'intérieur des limites d'une fourchette opérationnelle), le reste du portefeuille étant composé d'avoirs libellés en euros et en yens.

Graphique 2
Placements du CFC selon la cote de crédit
au 31 décembre 2003



Gestion du risque

Le gouvernement a mis en place un cadre exhaustif de gestion du risque pour déceler et gérer les risques inhérents aux opérations de trésorerie, notamment le risque de marché, le risque de crédit, le risque opérationnel et le risque juridique liés au financement et au placement des réserves de change. Les principaux éléments de ce cadre sont décrits ci-dessous.

Cadre de gestion par appariement des avoirs et des engagements

Les avoirs de réserve et les engagements qui servent à leur financement sont gérés comme des portefeuilles. Le gouvernement fait appel à un cadre de gestion par appariement des avoirs et des engagements, en vertu duquel les avoirs et les engagements sont appariés le plus étroitement possible sur le plan tant des devises que de la durée. Le gouvernement évite ainsi de s'exposer à d'importants risques de change et de taux d'intérêt.

Lignes directrices en matière de placement et de crédit

La gestion des réserves est régie par des lignes directrices en matière de placement et de crédit approuvées par le ministre des Finances (annexe 2). Les lignes directrices, qui englobent tous les secteurs d'activité, limitent le risque de crédit auquel le gouvernement est exposé et prévoient la diversification des avoirs et des contreparties. Elles définissent en outre des normes de grande liquidité. Par exemple, pour s'assurer que les réserves sont placées dans des titres

liquides, l'encours des émissions concernées doit être d'au moins 500 millions de dollars américains. Il existe également des règles relatives à l'échéance maximale des placements.

Cadres de gestion des garanties

Le gouvernement a recours à des cadres de gestion des garanties pour gérer le risque de crédit auquel il est exposé à l'égard des institutions financières faisant office de contreparties en matière de swaps de devises, de contrats à terme et de placements sous forme de dépôts. En vertu de ces cadres, des garanties de haute qualité (p. ex., espèces, titres) sont fournies au gouvernement lorsque le risque de crédit à l'égard des contreparties excède une limite prédéterminée.

Gouvernance

Le cadre de gouvernance (section II) donne l'assurance que les questions de risque sont cernées et traitées. Le Comité du risque se réunit régulièrement pour examiner les rapports sur les risques, ainsi que pour prodiguer des conseils sur les politiques du gouvernement concernant le risque de trésorerie, et en rendre compte. Le Bureau de surveillance des risques financiers de la Banque du Canada, établi conjointement avec le ministère des Finances, surveille la situation du gouvernement en matière de risque et donne des conseils à cet égard. Le Comité du risque examine régulièrement tous les aspects de la gestion du risque (depuis le risque de marché jusqu'au risque opérationnel et au risque juridique).

Risque opérationnel

Le risque opérationnel découle de défaillances dans les systèmes informatiques et les contrôles internes ou d'erreurs humaines qui entraînent une perte inattendue. La Banque du Canada, en sa qualité d'agent financier du gouvernement chargé de la gestion de la dette et des réserves, a mis en œuvre un certain nombre d'initiatives visant à atténuer le risque opérationnel. Régulièrement, par exemple, la Banque analyse les processus opérationnels, établit des contrôles et surveille de près le roulement du personnel et les changements dans l'ensemble des compétences des employés. En outre, elle a mis au point des indicateurs de sources de risque qui sont suivis de près.

Risque juridique

Le risque juridique est le risque de perte imputable à l'application d'une loi ou d'un règlement ou au fait qu'un contrat ne peut être respecté. Le risque juridique est circonscrit à l'aide des méthodes qui ont cours dans le secteur privé, c'est-à-dire, essentiellement, par la rédaction, pour toutes les transactions d'affaires, de documents appropriés qui précisent les droits et les obligations de toutes les parties. Le risque juridique est examiné périodiquement afin de déceler tout problème éventuel concernant les documents existants ou d'autres questions juridiques.

Section II : Opérations du Compte du fonds des changes en 2003

Principales initiatives en 2003

D'importantes initiatives ont été entreprises en 2003 pour renforcer le cadre de gestion du risque du gouvernement et pour accroître la transparence. En outre, la gestion du CFC par le gouvernement a fait l'objet d'un examen externe.

Élimination de l'écart entre les avoirs et les engagements

Des mesures ont été prises en 2003 en vue de réduire les risques de change et les risques de taux d'intérêt associés au portefeuille de réserves du Canada. Dans les années 1990, le montant des engagements en devises en est venu à excéder celui des avoirs liquides en devises, par suite, dans une large mesure, des interventions effectuées sur le marché des changes et des paiements remis au FMI. Depuis 1998, le gouvernement prend les mesures nécessaires pour ramener les engagements en devises à un niveau correspondant à celui des avoirs en devises grâce à un programme d'achats de dollars américains sur le marché des changes. En 2003, le gouvernement a éliminé l'écart entre les avoirs et les engagements en devises, réduisant ainsi le risque de marché, c'est-à-dire les risques de taux d'intérêt et les risques de change, auquel il est exposé.

Programme de mise en pension de titres libellés en dollars américains[3]

Jusqu'en avril 2003, les encaisses en dollars américains étaient placées dans des dépôts bancaires non garantis auprès de banques commerciales. Un programme de placements sur le marché des pensions a été mis sur pied afin de garantir le quart environ des placements à court terme en dollars américains du gouvernement et de réduire ainsi le portefeuille de dépôts bancaires non garantis de ce dernier.

Nouveau cadre de gouvernance

En octobre 2003, le gouvernement a mis en place un nouveau cadre de gouvernance pour sa gestion financière, dont la gestion du CFC. En vertu de ce nouveau cadre, un comité de gestion financière formé de cadres supérieurs du ministère des Finances et de la Banque du Canada se réunit deux fois l'an. Il a pour mandat de conseiller le ministre en matière de politiques et de stratégies relatives à la gestion financière et à la gestion des risques, de superviser la mise en application des politiques et des plans ayant été approuvés et d'examiner les rapports de résultats. Il doit donner des conseils sur le niveau cible des réserves, la position de liquidité visée, les lignes directrices en matière d'intervention,

[3] Une mise en pension est une transaction aux termes de laquelle une partie vend des titres à une autre tout en s'engageant à racheter ceux-ci à un prix et à une date prédéterminés. La transaction est semblable à un prêt garanti, où le prêteur reçoit des titres en garantie pour le protéger contre le risque de défaut de paiement. La garantie est offerte au cours du marché, diminué des marges de sécurité appropriées pour protéger le gouvernement du risque de marché lié à la valeur des garanties.

la planification et la mise en œuvre du programme d'emprunts, ainsi que passer les programmes en revue et approuver les nouvelles initiatives à recommander au ministre. Le Comité de gestion financière est soutenu dans ses activités par le Comité du risque, dont le mandat est de superviser l'élaboration et l'application de la politique et de la stratégie en matière de gestion du risque et de fournir des conseils à cet égard, conformément aux pratiques exemplaires. Le Bureau de surveillance des risques financiers (anciennement, le Module de la gestion du risque) appuie le Comité du risque dans ce rôle en plus d'être chargé de surveiller et de maîtriser les risques auxquels le CFC est exposé, dont le risque de marché, le risque de crédit, le risque opérationnel, le risque de liquidité et le risque juridique.

Accroissement de la transparence

En 1999, le gouvernement du Canada a été l'un des premiers pays à fournir davantage d'information sur ses réserves conformément aux normes établies par le FMI et les banques centrales du G-10. Dans le cadre des efforts continus qui sont effectués à l'échelle mondiale en vue d'accroître la transparence, le gouvernement a divulgué en avril 2003 sur le site Web du ministère des Finances les lignes directrices en matière de placement et de crédit qui s'appliquent à la gestion du portefeuille du CFC (www.fin.gc.ca/efa/EFAGuidelines_f.html). Avec la divulgation de ces lignes directrices, le Canada compte maintenant parmi les pays les plus transparents au monde au chapitre de la gestion des réserves. Les lignes directrices se retrouvent également à l'annexe 2.

Évaluation externe de la gestion du CFC

En 2003, dans le cadre du programme d'évaluation du Programme de gestion de la dette, on a procédé à une évaluation externe portant sur la gestion des réserves du gouvernement, y compris les pratiques de gestion du risque. Les responsables de l'évaluation ont noté de nombreux points forts dans la gestion des réserves et constaté que les pratiques du Canada se comparent favorablement aux pratiques exemplaires d'autres États souverains et d'institutions financières privées. Certaines améliorations ont été proposées (p. ex., la mise au point d'un outil analytique de rationalisation pour gérer efficacement tant les avoirs que les engagements en portefeuille), et le gouvernement s'efforce d'y donner suite. Le rapport a été transmis au Comité permanent des comptes publics et au Bureau du Vérificateur général en août 2003; il est disponible sur demande auprès du ministère des Finances.

Fin du programme de ventes de lingots d'or du Canada

En 1980, le gouvernement a mis en œuvre une politique visant à vendre progressivement et de manière ordonnée son encaisse-or afin d'augmenter les revenus du CFC. Le produit des ventes d'or était placé dans des avoirs en devises productifs d'intérêts. En décembre 2003, le gouvernement a vendu ses derniers lingots d'or. Cette politique a grandement profité aux Canadiens. Depuis le début du programme de ventes d'or en 1980, les avoirs en réserve ont rapporté 13 milliards de dollars américains de plus que si le gouvernement avait maintenu son encaisse-or. À la fin de décembre 2003, les seules réserves d'or encore en possession du gouvernement étaient sous forme de pièces.

Conditions du marché en 2003

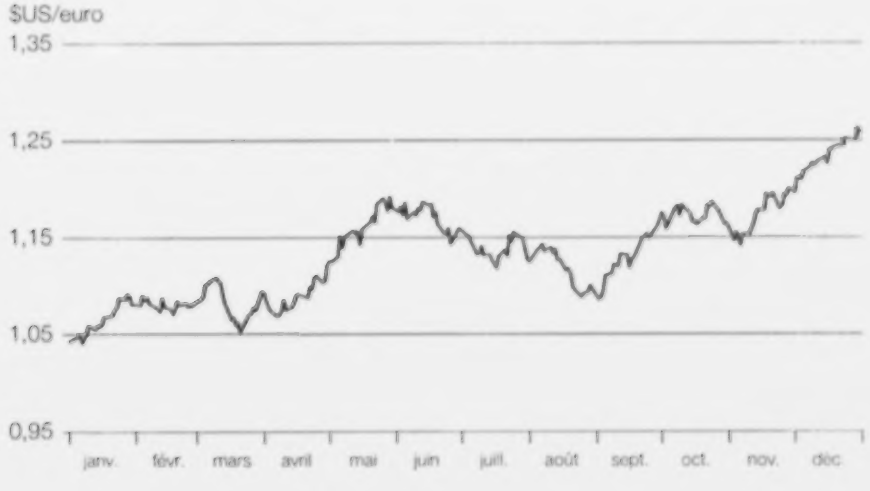
Étant donné que les réserves du CFC sont déclarées à leur valeur marchande en dollars américains, les variations dans les taux de change (taux de change dollar américain-euro et yen-dollar américain) et les taux d'intérêt influent sur leur niveau.

Évolution des marchés de change[4]

Comme jusqu'à 50 % des réserves étaient placées dans des titres libellés en euros en 2003, la valeur marchande du CFC a subi les effets des fluctuations de cette devise (graphique 3). L'euro a grimpé de 20,6 % au cours de 2003, pour atteindre un sommet de 1,2609 (dollar américain-euro) le 30 décembre; son niveau le plus bas de l'année, soit 1,0396, avait été enregistré le 7 janvier.

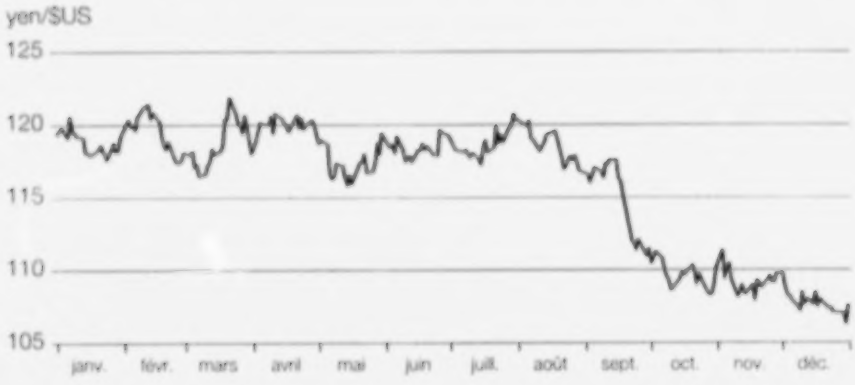
Le CFC est moins touché par l'évolution du taux de change yen-dollar américain (graphique 4) puisque seulement 3,3 % des réserves sont constituées d'avoirs libellés en yens (au 31 décembre 2003). En 2003, le yen s'est apprécié de 9,97 % vis-à-vis du dollar américain. Il a atteint un sommet de 106,25 le 30 décembre 2003; son creux pour l'année, soit 121,74, avait été enregistré le 21 mars 2003.

Graphique 3
Évolution de l'euro en 2003



[4] Les graphiques 3 et 4 montrent les correspondances entre devises selon la formule adoptée par le marché, où la valeur de l'euro est cotée en dollars américains (le montant de dollars américains qui équivaut à 1 euro) et la valeur du yen est cotée en yens (le montant de yens qui équivaut à 1 $US). Les deux graphiques reflètent une baisse du dollar américain.

Graphique 4
Évolution du yen en 2003



Évolution des taux d'intérêt

Les variations des taux d'intérêt influent sur la valeur marchande des placements en faisant augmenter (lorsque les taux baissent) ou diminuer (lorsque les taux montent) le prix des placements détenus dans le CFC. Les mouvements des taux d'intérêt ont eu peu d'effet sur le CFC en 2003, comparativement à ceux des taux de change. Ils ont fait baisser la valeur marchande du CFC de 292 millions de dollars américains, tandis que les réévalutions d'avoirs en devises ont fait grimpé celle-ci de 3,0 milliards de dollars américains.

Variation du niveau des réserves

Comme l'indique le tableau 1, les réserves officielles du Canada (exprimées à leur valeur marchande) totalisaient 36,3 milliards de dollars américains au 31 décembre 2003, contre 37,2 milliards au 31 décembre 2002. La baisse du niveau des réserves en 2003 est attribuable en grande partie aux ventes d'avoirs qui ont été effectuées pour faire face à des engagements en devises arrivant à échéance. Les sources des variations du niveau des réserves sont décrites à la section suivante.

Tableau 1

Réserves officielles de liquidités internationales du Canada au 31 décembre

		Comptes de devises détenus par :					
	2002 Total	CFC	Banque du Canada	Ministère des Finances	Receveur général	2003 Total	Variation
	(valeur marchande en millions de dollars américains)						
Titres	30 240	29 421	–	–	–	29 421	-819
Dépôts	2 445	2 005	106	–	5	2 116	-329
Or	205	45	–	–	–	45	-160
Position de réserve au FMI	3 567	–	–	3 848	–	3 848	281
Droits de tirage spéciaux	712	838	–	–	–	838	126
Total	**37 169**	**32 309**	**106**	**3 848**	**5**	**36 268**	**-901**

Sources des variations au cours de 2003

Comme le montre le tableau 2, le niveau des réserves a diminué de 901 millions de dollars américains au cours de 2003 en raison de l'arrivée à échéance d'importants engagements et des coûts nets du service de la dette en devises[5]. Toutefois, cette baisse a été en partie compensée par une réévaluation des avoirs en devises, attribuable surtout à l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar américain.

Les variations qu'enregistre le niveau des réserves au fil du temps sont imputables à divers facteurs.

Interventions sur le marché des changes

Il n'y a eu aucune intervention sur le marché canadien des changes depuis 1998 (annexe 1). Une intervention consiste en la vente ou l'achat de devises contre des dollars canadiens, ce qui influe sur le niveau du CFC.

Opérations nettes du gouvernement

Les achats nets de devises effectués pour satisfaire les besoins de devises du gouvernement et pour alimenter les réserves agissent sur le niveau du CFC. Les besoins de devises ont excédé de 60 millions de dollars américains le montant des achats de devises.

Opérations de gestion des réserves

L'arrivée à échéance de titres de dette et l'achat d'avoirs en devises se répercutent sur le niveau du CFC. Les avoirs en devises sont achetés avec le produit des émissions en devises (dont les swaps de devises). C'est l'arrivée à échéance de

[5] La politique du gouvernement voulant que les avoirs et les engagements soient gérés comme des portefeuilles réduit au minimum les coûts nets du service de la dette. Au cours du premier semestre de 2003, le portefeuille du CFC affichait une position débitrice nette. En juin 2003, l'écart entre les avoirs et les engagements en devises était comblé.

gros engagements (3,7 milliards de dollars américains au total, dont une obligation multimarchés de 2,0 milliards de dollars américains arrivée à échéance en février 2003) qui a contribué le plus à la baisse du niveau des réserves.

Gains et pertes sur les ventes d'or

Il s'agit de la mesure dans laquelle le produit des ventes d'or excède la valeur marchande de l'or détenu à la fin du mois précédent. Les pertes sur les ventes d'or ont légèrement excédé les gains, la différence étant de 8 millions de dollars américains. Le gouvernement a vendu le reste de ses lingots d'or en décembre 2003.

Revenus de placements

Les revenus de placements comprennent les intérêts produits par les placements (1 154 millions de dollars américains) ainsi que les variations de la valeur marchande des titres résultant des mouvements des taux d'intérêt (-292 millions de dollars américains). Globalement, ces facteurs se sont traduits par une augmentation nette de 862 millions de dollars américains du niveau du CFC.

Coûts nets du service de la dette en devises

Les coûts nets du service de la dette en devises ont fait baisser de 1,3 milliard de dollars américains le niveau du CFC.

Réévaluations d'avoirs en devises

Les réévaluations reflètent les variations de la valeur marchande des avoirs en portefeuille qui découlent des mouvements des taux de change. Au cours de 2003, les réévaluations d'avoirs en devises ont ajouté 3,0 milliards de dollars américains aux réserves, ce qui s'explique surtout par l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar américain.

Tableau 2

Sources des variations des réserves officielles de liquidités internationales du Canada au cours de 2003

	Valeur de la variation
	(valeur marchande en millions de dollars américains)
Interventions officielles sur le marché des changes	0
Opérations nettes du gouvernement	-60
Opérations de gestion des réserves	-3 673
Gains et pertes sur les ventes d'or	-8
Revenus de placements	862
Coûts nets du service de la dette en devises	-1 299
Réévaluations d'avoirs en devises	3 043
Autres opérations[1]	234
Total des changements	**-901**

[1] Comprennent le soutien accru aux opérations de crédit du FMI.

L'annexe 3 présente des données détaillées sur les variations et les niveaux mensuels des réserves du Canada.

Composition du portefeuille d'avoirs

Le tableau 3 fournit une ventilation des placements liquides du CFC selon l'échéance et la devise. Au 31 décembre 2003, les avoirs libellés en dollars américains représentaient environ la moitié du portefeuille. Comme ces avoirs sont détenus à des fins de liquidité, ils étaient en majeure partie composés d'effets à relativement courte échéance (moins de 6 mois) ou à moyenne échéance (de 1 à 5 ans). Les avoirs libellés en euros, détenus à des fins de placement, favorisent davantage le long terme, la majorité étant des effets à moyenne ou à longue échéance (plus de 5 ans). Il en va de même des avoirs libellés en yens. Au cours de 2003, la valeur totale des avoirs en euros s'est accrue de 1,1 milliard de dollars américains par suite principalement de l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar américain. Les avoirs en yens, toutes échéances confondues et la structure des échéances étant maintenue, ont légèrement pris de la valeur, en raison de l'appréciation du yen par rapport au dollar américain.

Tableau 3

Structure des placements liquides en devises selon l'échéance au 31 décembre[1]

Échéance	Ensemble des avoirs 2002	Encaisse et dépôts à terme	Titres d'État en monnaie nationale	Autres titres	Ensemble des avoirs 2003	Variation
	(valeur marchande en millions de dollars américains)					
Avoirs en dollars américains						
Moins de 6 mois	8 898	1 916	3 195	1 735	6 846	-2 052
6-12 mois	31	–	–	1 315	1 315	1 284
1-5 ans	5 848	–	–	5 662	5 662	-186
Plus de 5 ans	3 068	–	–	1 652	1 652	-1 416
Total	17 845	1 916	3 195	10 364	15 475	-2 370
Avoirs en euros[2]						
Moins de 6 mois	175	12	239	303	554	379
6-12 mois	322	–	949	–	949	627
1-5 ans	4 937	–	5 927	1 147	7 074	2 137
Plus de 5 ans	8 335	–	5 409	917	6 326	-2 009
Total	13 769	12	12 524	2 367	14 903	1 134
Avoirs en yens						
Moins de 6 mois	69	77	–	–	77	8
6-12 mois	–	–	–		–	–
1-5 ans	429	–	472	–	472	43
Plus de 5 ans	462	–	499	–	499	37
Total	960	77	971	–	1 048	88
Total	**32 574**	**2 005**	**16 690**	**12 731**	**31 426**	**-1 148**

[1] Les placements liquides en devises sont composés des titres et des dépôts compris dans le CFC et excluent les DTS et l'encaisse-or.

[2] La valeur des placements en euros et en yens est basée sur le taux de change au 31 décembre.

Financement

Les réserves en devises du CFC sont financées par des emprunts en devises effectués par le gouvernement (tableau 4). À l'heure actuelle, tous les avoirs négociables en devises sont appariés à des emprunts en devises.

Les emprunts en devises du gouvernement servent exclusivement à alimenter les réserves de devises du CFC. Pour satisfaire à ses besoins de financement en devises, le gouvernement a recours en général à des swaps de devises fondés sur des titres intérieurs, qui sont très économiques comparativement aux autres sources de devises. Il peut aussi utiliser des bons du Canada, des billets du Canada, des eurobillets à moyen terme ou des obligations multimarchés, selon les besoins de financement et les conditions du marché.

Au cours de 2003, l'encours des bons du Canada a légèrement diminué (de 60 millions de dollars américains). Il n'y a eu aucune nouvelle émission de billets du Canada, d'eurobillets à moyen terme ou d'obligations multimarchés. Une obligation multimarchés libellée en dollars américains (2,0 milliards de dollars américains) est arrivée à échéance, tandis que les swaps de devises conclus et les swaps arrivés à échéance ont totalisé 0,7 et 2,3 milliards de dollars américains respectivement.

L'augmentation de la valeur des eurobillets et des billets du Canada est entièrement imputable à l'appréciation de l'euro et du yen vis-à-vis du dollar américain (les réserves étant déclarées en dollars américains).

Tableau 4

Émissions en devises au 31 décembre

	2002	2003	Variation
	(valeur nominale[1] en millions de dollars américains)		
Obligations mondiales	11 410	9 896	-1 514
Bons du Canada	1 712	1 652	-60
Swaps de devises fondés sur des titres intérieurs	18 378	18 456	78
Billets du Canada	842	931	89
Eurobillets à moyen terme	2 161	2 413	252
Total	**34 503**	**33 348**	**-1 155**

[1] Les engagements sont déclarés au taux de change en vigueur le 31 décembre de l'année en question.

Revenus

Les revenus du CFC comprennent les revenus tirés des placements, les gains nets provenant des ventes d'or et les gains ou pertes de change sur les avoirs et engagements. En 2003, le revenu total du CFC s'est chiffré à 2 963 millions de dollars canadiens, comparativement à 2 728 millions en 2002.

Les principales catégories de revenus gagnés par le CFC sont résumées au tableau 5. Les données sont présentées en dollars canadiens puisque c'est ainsi qu'elles sont indiquées dans l'état des revenus inclus dans les états financiers ci-joints.

Tableau 5
Revenus

	2002	2003	Variation
	(en millions de dollars canadiens)		
Revenus de placements			
Titres négociables	2 110	1 931[1]	-179
Encaisses et dépôts à court terme	91	49	-42
Droits de tirage spéciaux	23	21	-2
Or	4	–	-4
Total	2 228	2 001	-227
Autres revenus			
Gains provenant des ventes d'or	175	205	30
Gains (pertes) de change	325	757	432
Total des revenus	**2 728**	**2 963**	**235**

[1] Comprend le revenu provenant des opérations de prêt de titres.

Le programme de prêts de titres du CFC accroît le rendement du portefeuille; il s'agit pour le CFC de prêter à des contreparties des titres très prisés sur le marché. En fin d'année, 2,3 milliards de dollars américains (valeur nominale) de titres du gouvernement américain étaient placés auprès des deux institutions financières qui font office d'agents pour des prêts de ce type aux participants au marché. Le revenu provenant de ces opérations, qui est compris dans le revenu produit par les titres négociables, a totalisé 1,0 million de dollars américains en 2003, comparativement à 0,6 million en 2002.

Le CFC prête de l'or à court terme sur le marché, effectuant à l'occasion des opérations à terme pour bénéficier des variations à la hausse des taux servis sur les prêts d'or. Le revenu tiré de ces opérations est déclaré à la rubrique Or sous les revenus de placements. Comme le dernier lingot d'or a été vendu à la fin de 2003, cette source de revenus sera éliminée en 2004.

Coût net de détention du CFC

L'un des objectifs de la gestion du CFC est de réduire le plus possible le coût de détention des réserves. Les avoirs du Compte doivent être placés dans des titres à revenu fixe, de haute qualité et liquides, lesquels procurent un rendement relativement faible. Ces dernières années, des changements ont été apportés à la gestion du CFC pour permettre un élargissement, à l'intérieur de limites prudentes, de l'éventail des instruments admissibles et un recours accru aux avoirs libellés en euros. Ces changements ont favorisé une hausse du rendement du portefeuille. Un autre moyen employé pour diminuer le coût de détention a été le recours aux swaps de devises, qui sont très économiques comparativement aux autres sources de financement. Le produit des opérations du programme de prêts de titres a aussi contribué à faire baisser le coût de détention.

À l'heure actuelle, pour estimer le coût de détention du CFC, on soustrait le montant des intérêts versés sur les engagements en devises du montant des intérêts produits par les avoirs en devises (c.-à-d., les intérêts nets gagnés ou payés). Le coût de détention ne comprend ni les gains et pertes réalisés ni les

effets des réévaluations sur les avoirs et les engagements. Pour 2004, une nouvelle mesure du rendement du portefeuille, qui tiendra compte des gains et pertes réalisés et non réalisés en plus du revenu d'intérêts net, est en cours d'élaboration.

Le tableau 6 fournit une estimation du coût net de détention de l'ensemble du portefeuille du CFC et de ses divers composants. Le coût de détention de l'ensemble du portefeuille en 2003 est estimé à -6 points de base, un niveau plus faible qu'il ne l'aurait été si le gouvernement n'avait pas vendu d'anciens avoirs pour émettre de nouveaux titres (d'anciens titres à fort rendement ont été convertis en nouveaux titres à rendement plus faible, le cadre d'appariement des avoirs et des engagements ayant été respecté, tandis que les taux d'intérêt payables sur les engagements sont demeurés à un niveau proche de ceux observés les années précédentes)[6]. La réduction des revenus d'intérêts a toutefois été compensée par les plus-values réalisées sur les titres vendus. Lorsqu'on tient compte des gains réalisés, le coût de détention total devient un revenu de détention total estimé à 96 points de base. (Le CFC a réalisé des gains de 131 millions de dollars américains sur des ventes d'avoirs libellés en dollars américains et de 147 millions de dollars américains sur des ventes d'avoirs libellés en euros. Ces gains réalisés en 2003 avaient été accumulés durant plusieurs années.)

Tableau 6

Coût/revenu de détention du CFC en 2003

	Intérêts gagnés sur les avoirs	Intérêts versés sur les engagements	Intérêts nets gagnés sur les avoirs	Valeur moyenne des avoirs	Coût/ revenu de détention en points de base[1]	Coût/revenu de détention en points de base (y compris les gains nets réalisés)
	(en millions de dollars américains)					
Portefeuille d'avoirs en euros	615,5	608,2	7,3	13 225,1	+ 2	+ 45
Portefeuille d'avoirs en yens	10,8	11,3	(0,5)	941,1	0	0
Portefeuille d'avoirs en dollars américains	525,8	565,6	(39,8)	16 278,4	-12	+ 47
Total partiel	1 152,1	1 185,1	(33,0)	30 444,6	-10	+ 92
Position au FMI[2]	66,7	52,4	14,3	3 527,2	+ 4	+ 4
Total	**1 218,8**	**1 237,5**	**(18,7)**	**33 971,8**	**-6**	**+ 96**

[1] Les chiffres font état de la contribution de chaque portefeuille au revenu de détention de l'ensemble du CFC.

[2] Comprend les intérêts produits par la position de réserve au FMI du Canada et les avoirs en DTS. Les intérêts versés comprennent les intérêts payés sur l'ensemble des allocations de DTS du Canada et ceux qui sont payés sur une portion des engagements à taux variable en dollars américains, la position au FMI étant, en principe, partiellement financée par ces engagements.

[6] Les taux d'intérêt américains étant tombés en 2003 à leur niveau le plus bas en 45 ans, les coupons joints aux obligations productrices d'intérêts émises l'année dernière ont été généralement plus petits que par le passé. Étant donné que d'anciens titres ont été convertis en de nouveaux titres assortis de coupons plus petits en 2003, le montant des intérêts produits par les avoirs libellés en dollars américains a été moins élevé que les années précédentes.

Annexe 1 : Interventions sur le marché des changes

Depuis septembre 1998, la Banque du Canada, à titre de mandataire du gouvernement, n'a effectué aucune intervention sur le marché des changes sous forme d'achat ou de vente de dollars américains contre des dollars canadiens[7]. La seule intervention a été l'achat d'euros en 2000 auquel a procédé le Canada dans le cadre de sa participation à l'intervention concertée des pays du G-7 à l'appui de cette devise, tel qu'il est indiqué au tableau 7.

Le gouvernement pourrait envisager d'intervenir en cas de défaillance grave à court terme du marché du dollar canadien témoignant d'un important manque de liquidités (par exemple au cours d'une période où les prix sont extrêmement volatils et où tant les acheteurs que les vendeurs désertent graduellement le marché). Une intervention pourrait aussi être considérée si des fluctuations extrêmes (à la hausse ou à la baisse) de la monnaie nationale mettaient sérieusement en péril les conditions nécessaires à une croissance soutenue de l'économie canadienne à long terme et que l'objet de l'intervention était de contribuer à stabiliser le cours de la monnaie et de signaler que les autorités sont prêtes à recourir à d'autres mesures au besoin. On trouvera une description détaillée des interventions sur le marché des changes sur le site Web de la Banque du Canada (www.banqueducanada.ca/fr/documents/bg-e2-f.htm).

Tableau 7

Interventions sur le marché des changes

	1999	2000	2001	2002	2003
	(en millions de dollars américains)				
Achats	0	97	0	0	0
Ventes	0	0	0	0	0
Montant net	**0**	**97**	**0**	**0**	**0**

[7] Les interventions officielles constituent une rubrique distincte des achats nets de devises effectués pour répondre aux besoins en monnaies étrangères ou pour alimenter les réserves.

Annexe 2 : Lignes directrices en matière de placement et de crédit pour le CFC

I. Émetteurs admissibles

Pour être admissible à des placements du CFC, un organisme doit jouir d'une cote de crédit qui se situe dans les sept catégories supérieures de crédit à long terme d'au moins deux des quatre agences d'évaluation du crédit suivantes, l'une desquelles devant être Moody's Investors Service ou Standard & Poor's :

Agence d'évaluation du crédit	Cote minimum
Moody's Investors Service	A3 ou supérieure
Standard & Poor's	A- ou supérieure
Fitch Ratings	A- ou supérieure
Dominion Bond Rating Service	A (bas) ou supérieure

Nota – La Banque des règlements internationaux et le FMI sont jugés admissibles. Les cotes mentionnées ailleurs dans le présent document utilisent l'échelle de cotation de Standard & Poor's.

II. Plafonds globaux et individuels des avoirs

a) Titres d'États souverains et d'organismes directement cautionnés par ces derniers

Émetteur	Plafond par catégorie (en % des réserves liquides)	Plafond des contreparties individuelles (en % des réserves liquides)
Titres d'États souverains ayant une cote AAA (et d'organismes directement cautionnés par ces derniers), en monnaie nationale	Aucun plafond	Aucun plafond
Titres d'États souverains ayant une cote AAA (et d'organismes directement cautionnés par ces derniers), en monnaie étrangère et Titres d'États souverains ayant une cote allant de AA- à AA+ (et d'organismes directement cautionnés par ces derniers), en monnaie nationale ou étrangère	25	10
Titres d'États souverains ayant une cote A (et d'organismes directement cautionnés par ces derniers)	2	Voir page suivante[1]

[1] *Les limites établies pour les titres d'États souverains ayant une cote A (et d'organismes directement cautionnés par ces derniers) sont les suivantes :*

Cote de crédit	Montant total	Portion en monnaie nationale	Portion en monnaie étrangère
	(en millions de dollars américains)		
A+	500	500	50
A	250	250	25
A-	100	100	10

b) Autres titres ou dépôts admissibles

Émetteur/ institution financière	Plafond par catégorie (en % des réserves liquides)	Plafond des contreparties individuelles (en % des réserves liquides)
Titres d'organismes implicitement cautionnés par des États souverains (y compris les organismes américains admissibles)	15	3
Organisations supranationales (excluant les dépôts auprès de la BRI)	25	10
Dépôts auprès de la BRI	10	–
Dépôts auprès de banques commerciales	1,5 milliard de $US	Voir ci-dessous

III. Limite du risque de crédit à l'égard des institutions financières (IF) faisant office de contrepartie

a) Swaps, dépôts et contrats à terme

	Cote de crédit de l'IF faisant office de contrepartie						
Type de risque	A-	A	A+	AA-	AA	AA+	AAA
				(en millions de $US)			
Risque effectif	10	25	50	100	150	200	300
Risque effectif total à l'égard de l'ensemble des IF faisant office de contrepartie	2 % des réserves liquides			s.o.	s.o.	s.o.	s.o.
	25 % des réserves liquides						
Risque potentiel à l'égard de l'ensemble des IF faisant office de contrepartie	1 250						

b) Mises en pension

Cote de crédit minimum d'une contrepartie	A-	
Plafond des transactions des contreparties, selon la cote de crédit	AAA	750 millions de dollars américains
	AA	500 millions de dollars américains
	A	300 millions de dollars américains
Garanties admissibles	Bons du Trésor américains et titres d'agences du gouvernement américain	
Cote minimum des titres offerts en garantie	AAA	
Échéance maximale des titres offerts en garantie	10,5 ans	

IV. Échéances des placements

Instrument	Échéance maximale
Dépôts auprès de banques commerciales et autres placements non négociables	3 mois
Titres négociables de banques commerciales	1 an
Placements d'États souverains ayant une cote A	
En monnaie nationale	5 ans
En monnaie étrangère	1 an
Autres titres négociables	10,5 ans (sauf pour les titres appariés à un engagement particulier excédant 10,5 ans)

V. Limites relatives aux liquidités

Minimum d'avoirs en bons du Trésor américains	10 % des réserves liquides
Taille minimale de l'émission	500 millions de dollars américains
Maximum d'avoirs en titres d'une même émission, d'un programme de billets ou d'un programme de papier commercial	10 % de l'émission, du programme de billets ou du programme de papier commercial
Maximum de placements non négociables de plus de 5 jours	15 % des réserves liquides

VI. Composition des réserves en devises

Monnaie	Portion des réserves liquides
Dollar américain	15 milliards de dollars américains (montant qui fluctue à l'intérieur d'une fourchette opérationnelle)
Euro ou yen	Restant du CFC

Annexe 3 : Réserves officielles de liquidités internationales du Canada

Variations de mois à mois

En fin de mois	Titres	Dépôts	Or[1]	Droits de tirage spéciaux[2]	Position de réserve au FMI[3]	Total	Variation mensuelle totale	Opérations de gestion des réserves[4]	Gains et pertes sur ventes d'or	Revenus de placements[5]	Coût du service de la dette en devises	Effet des réévaluations	Opérations nettes du gouvernement[6]	Interventions officielles	Autres opérations[7]
							(valeur marchande en millions de dollars américains)								
2002															
Décembre	30 240	2 445	205	712	3 567	37 169	668	-692	-1	444	-195	855	257	0	0
2003															
Janvier	29 377	3 719	220	728	3 591	37 635	466	-44	0	127	-33	423	-16	0	9
Février	28 160	3 266	177	738	3 560	35 901	-1 734	-2 030	-5	283	-107	34	0	0	91
Mars	27 946	3 309	170	739	3 762	35 926	25	84	0	-102	-165	165	0	0	43
Avril	28 819	2 813	142	745	3 744	36 263	337	-30	-1	94	-66	340	0	0	0
Mai	30 377	2 319	153	777	3 797	37 423	1 160	-85	0	458	-104	847	-1	0	45
Juin	29 213	2 463	107	766	4 150	36 699	-724	-29	-2	-2	-213	-395	0	0	-83
Juillet	28 771	2 027	110	761	4 096	35 765	-934	-126	0	-366	-152	-376	-43	0	129
Août	28 575	2 100	65	765	3 790	35 290	-475	111	1	-24	-26	-315	0	0	0
Septembre	29 095	2 751	67	794	3 971	36 678	1 388	36	0	394	-93	1 041	0	0	0
Octobre	29 258	1 799	67	795	3 947	35 856	-822	-399	0	-222	-120	-81	0	0	0
Novembre	28 671	2 573	69	812	3 968	36 093	237	215	0	-19	-47	518	0	0	0
Décembre	29 421	2 116	45	838	3 848	36 268	175	-724	-1	241	-183	842	0	0	0
Total	**s.o.**	**s.o.**	**s.o.**	**s.o.**	**s.o.**	**s.o.**	**-801**	**-3 673**	**-8**	**862**	**-1 298**	**3 043**	**-60**	**0**	**234**

[1] L'or est évalué au cours en vigueur durant la séance officielle tenue à Londres dans l'après-midi du dernier jour ouvrable du mois du relevé.

[2] Les avoirs libellés en DTS sont évalués en fonction de la valeur en dollars américains du DTS établie par le FMI. Une hausse de la valeur en dollars américains du DTS entraîne une augmentation de la valeur en dollars américains des avoirs du Canada libellés en DTS.

[3] La position de réserve au FMI correspond aux devises étrangères que le Canada a le droit de tirer, sur demande, aux fins de sa balance des paiements. Elle est égale à la quote-part du Canada, moins les avoirs du FMI en dollars canadiens, plus les prêts consentis au FMI.

[4] La variation nette des titres et dépôts occasionnée par les activités de financement en devises du gouvernement. (L'émission d'obligations en devises pour acquérir des avoirs augmente les réserves, tandis que les titres à échéance les réduisent.)

[5] Les revenus de placements comprennent les intérêts touchés sur les placements et les variations de la valeur marchande des titres dues aux fluctuations des taux d'intérêt.

[6] Les opérations nettes du gouvernement sur le marché des changes sont les achats nets de devises effectués pour satisfaire aux besoins en devises du gouvernement et pour alimenter les réserves.

[7] Les autres opérations comprennent le soutien accru aux opérations de crédit du FMI.

Annexe 4 : Glossaire

Billets du Canada : Billets à ordre généralement libellés en dollars américains et offerts sous forme compatible avec le système d'inscription en compte. Les billets du Canada sont émis en coupures de 1 000 $US et en multiples intégraux de cette somme. À l'heure actuelle, l'encours total des effets émis en vertu du programme est limité à 10,0 milliards de dollars américains. Les billets ont une échéance de neuf mois ou plus et peuvent être assortis d'un taux fixe ou d'un taux variable. Le taux d'intérêt ou la formule utilisée pour calculer l'intérêt, le prix à l'émission, l'échéance, les modalités de rachat ou de paiement ainsi que les autres modalités applicables sont établis par le gouvernement du Canada au moment de l'émission des billets et sont précisés dans le *Pricing Supplement*. La livraison et le paiement se font par l'intermédiaire de la Banque de New York. Pour vendre les billets, le gouvernement fait appel à cinq courtiers : Crédit Suisse First Boston Corporation, Goldman, Sachs & Co., Lehman Brothers Inc., Nesbitt Burns Securities Inc. et Scotia Capital Markets (USA) Inc. Le gouvernement peut aussi vendre des billets à d'autres négociants ou directement aux investisseurs. Les billets du Canada sont émis dans le seul but d'alimenter les réserves de change.

Bons du Canada : Billets à ordre libellés en dollars américains offerts seulement sous forme compatible avec le système d'inscription en compte. Les bons du Canada sont des instruments à escompte qui arrivent à échéance au plus tard 270 jours après la date d'émission. La plus petite coupure est de 1 000 $US, et la commande minimale, de 1 million de dollars américains. La livraison et le règlement s'effectuent en fonds même jour par l'intermédiaire de la Chase Manhattan Bank à New York. La distribution initiale est assurée par cinq courtiers : CIBC Wood Gundy Inc., Crédit Suisse First Boston Corporation, Goldman, Sachs & Co., Lehman Brothers Inc. et RBC Dominion valeurs mobilières Inc. Les taux des bons du Canada sont affichés chaque jour pour des échéances allant de un à six mois. Les bons du Canada sont émis dans le seul but d'alimenter les réserves de change.

Eurobillets à moyen terme : Billets émis à l'extérieur des États-Unis et du Canada. Les eurobillets à moyen terme du gouvernement du Canada sont vendus soit par des membres du groupe de courtiers désignés soit par d'autres courtiers qui font office de mandataires du gouvernement pour une transaction donnée. Les eurobillets font l'objet d'achats fermes (le courtier qui les achète est responsable de leur vente) et sont vendus de façon intermittente. L'arrangeur du programme est Morgan Stanley Dean Witter. Le groupe de courtiers, basé à Londres, comprend notamment CIBC World Markets plc, Goldman Sachs International et J.P. Morgan Securities Ltd. Le programme des eurobillets à moyen terme permet de diversifier davantage les sources de financement économiques des réserves de change. Les billets peuvent être libellés dans différentes devises et être structurés en fonction des demandes des investisseurs. Les eurobillets à moyen terme sont émis dans le seul but d'alimenter les réserves de change.

Mise en pension : Transaction selon laquelle une partie vend un titre tout en convenant de le racheter à un prix et dans un délai prédéterminés.

Obligations multimarchés : Instruments négociables en devises placés par l'intermédiaire de consortiums et assortis de taux d'intérêt fixes. La majorité des obligations multimarchés émises par le Canada sont libellées en dollars américains.

Point de base : Un centième de un pour cent (0,01 %).

Prêt de titres : Prêt d'un titre d'une contrepartie à une autre, laquelle devra remettre le même titre en guise de remboursement. Le prêt est souvent garanti. Il permet à une contrepartie qui est en possession d'un titre donné d'en tirer davantage de revenus.

Swap de devises : Accord qui permet d'échanger des types de rendement (p. ex., un taux d'intérêt fixe contre un taux d'intérêt variable); l'échange porte aussi sur le principal jusqu'à échéance. Les swaps de devises fondés sur des titres intérieurs constituent pour le gouvernement une solution de rechange économique aux émissions d'obligations en devises pour atteindre ses cibles à long terme en matière de financement des réserves de change.

Compte du fonds des changes

La responsabilité de la direction relativement aux états financiers

La responsabilité des états financiers du Compte du fonds des changes (CFC) ainsi que de l'information contenue dans le Rapport annuel incombe au ministère des Finances. Les activités du CFC sont régies par les dispositions de la partie II de la *Loi sur la monnaie*. La Banque du Canada gère le CFC en sa qualité d'agent financier.

Les états financiers ont été préparés conformément aux conventions comptables énoncées à la note 2 aux états financiers, qui concordent avec celles adoptées par le gouvernement canadien. Par ailleurs, ces conventions ont été appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

Le ministère des Finances établit les politiques relatives aux opérations et aux placements du CFC ainsi qu'aux activités comptables correspondantes. Il s'assure également que les activités du CFC sont conformes aux dispositions de la *Loi sur la monnaie*.

La Banque du Canada effectue des opérations pour le CFC et tient des registres de façon à fournir une assurance raisonnable quant à la fiabilité des états financiers. La Banque soumet au ministère des Finances un rapport sur la situation financière du CFC et sur les résultats de ses opérations.

La vérificatrice générale du Canada effectue une vérification indépendante des états financiers du CFC et présente au ministre des Finances un compte rendu des résultats de sa vérification.

Le Rapport annuel du Compte du fonds des changes est déposé au Parlement de même que les états financiers, lesquels font partie des Comptes publics du Canada, et ils sont remis au Comité permanent des comptes publics aux fins d'examen.

Le premier sous-gouverneur,
Banque du Canada,

W. P. Jenkins

Paul Jenkins

Le sous-ministre,
ministère des Finances,

Kevin G. Lynch

La comptable en chef,
Banque du Canada,

S. Vokey

S. Vokey, CA

Ottawa, Canada

Rapport du vérificateur

Au ministre des Finances

J'ai vérifié le bilan du Compte du fonds des changes au 31 décembre 2003 et l'état des revenus de l'exercice terminé à cette date. Ces états financiers ont été établis pour satisfaire aux articles 20 et 21 de la *Loi sur la monnaie*. La responsabilité de ces états financiers incombe à la direction du Compte. Ma responsabilité consiste à exprimer une opinion sur ces états financiers en me fondant sur ma vérification.

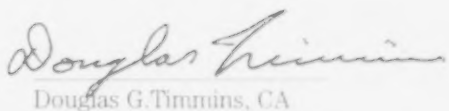
Ma vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues du Canada. Ces normes exigent que la vérification soit planifiée et exécutée de manière à fournir l'assurance raisonnable que les états financiers sont exempts d'inexactitudes importantes. La vérification comprend le contrôle par sondages des éléments probants à l'appui des montants et des autres éléments d'information fournis dans les états financiers. Elle comprend également l'évaluation des principes comptables suivis et des estimations importantes faites par la direction, ainsi qu'une appréciation de la présentation d'ensemble des états financiers.

À mon avis, ces états financiers donnent, à tous les égards importants, une image fidèle de la situation financière du Compte au 31 décembre 2003 ainsi que de ses revenus et de ses flux de trésorerie pour l'exercice terminé à cette date conformément aux conventions comptables énoncées à la note 2 aux états financiers, qui sont conformes à celles du gouvernement du Canada.

Ces états financiers, qui n'ont pas été établis, et qui n'avaient pas à être établis, selon les principes comptables généralement reconnus du Canada, sont fournis uniquement à titre d'information et pour être utilisés par le ministre des Finances afin de satisfaire aux articles 20 et 21 de la *Loi sur la monnaie* tels qu'énoncés à la note 2 aux états financiers. Ces états financiers ne sont pas destinés à être utilisés, et ne doivent pas l'être, par des personnes autres que les utilisateurs déterminés, ni à aucune autre fin que la ou les fins auxquelles ils ont été établis.

De plus, à mon avis, les opérations du Compte dont j'ai eu connaissance au cours de ma vérification des états financiers ont été effectuées, à tous les égards importants, conformément à la partie II de la *Loi sur la monnaie*.

Pour la vérificatrice générale du Canada



Douglas G.Timmins, CA
vérificateur général adjoint

Ottawa, Canada
Le 12 mars 2004

Compte du fonds des changes

Bilan au 31 décembre 2003

	2003		2002	
	É.-U.	CAN	É.-U.	CAN
		(en millions de dollars)		
Actifs				
Avoirs libellés en dollars É.-U.				
Encaisse et dépôts à court terme	2 277	2 952	2 529	3 990
Titres négociables (notes 5 et 6)	12 812	16 611	14 635	23 088
	15 089	19 563	17 164	27 078
Avoirs libellés en d'autres devises				
Encaisse et dépôts à court terme (note 7)	89	116	134	211
Titres négociables (notes 5 et 7)	15 261	19 786	13 899	21 928
	15 350	19 902	14 033	22 139
Avoirs libellés en droits de tirage spéciaux				
Droits de tirage spéciaux (note 8)	842	1 090	719	1 134
Or et prêts d'or (note 9)	6	7	28	45
	848	1 097	747	1 179
Réserves officielles de liquidités internationales	31 287	40 562	31 944	50 396
Dû au Trésor				
Avances (note 10)		37 599		47 668
Revenus nets pour l'exercice		2 963		2 728
		40 562		50 396

Approuvé par :

Le premier sous-gouverneur,
Banque du Canada,

W. P. Jenkins

Paul Jenkins

Le sous-ministre,
ministère des Finances,

Kevin G. Lynch

La comptable en chef,
Banque du Canada,

S. Vokey

S. Vokey, CA

(Les notes complémentaires font partie intégrante des états financiers.)

Compte du fonds des changes

État des revenus pour l'exercice terminé le 31 décembre 2003

	2003	2002
	(en millions de dollars canadiens)	
Revenus de placements		
Titres négociables	1 931	2 110
Encaisse et dépôts à court terme	49	91
Droits de tirage spéciaux	21	23
Or	–	4
	2 001	2 228
Autres revenus		
Gains nets provenant de la vente d'or	205	175
Gains nets de change	757	325
	962	500
Revenus nets pour l'exercice, dûs au Trésor	**2 963**	**2 728**

(Les notes complémentaires font partie intégrante des états financiers.)

Notes aux états financiers
Exercice terminé le 31 décembre 2003

1. Pouvoir et objectif

Le Compte du fonds des changes (CFC) est régi par la partie II de la *Loi sur la monnaie*. Le CFC est tenu au nom du ministre des Finances et administré par la Banque du Canada en sa qualité d'agent financier. La *Loi sur la gestion des finances publiques* ne s'applique pas au CFC.

La *Loi* confère au CFC le mandat d'aider à contrôler et à préserver la valeur externe du dollar canadien, et le ministre des Finances acquiert ou vend pour le CFC les avoirs jugés appropriés à cette fin en vertu de la *Loi sur la monnaie*. Le CFC est habilité à investir dans des instruments approuvés par le ministre des Finances conformément à la *Loi*.

Les objectifs du CFC sont de répondre aux besoins de trésorerie généraux du gouvernement et de favoriser un comportement ordonné du marché du dollar canadien. En septembre 1998, le ministère des Finances et la Banque du Canada ont décidé de ne plus intervenir de façon prévisible ou automatique sur le marché des changes (vente ou achat de devises et achat ou vente de dollars canadiens lorsque le taux de change subit l'influence des forces du marché). Selon l'approche suivie à l'heure actuelle, la Banque du Canada intervient lorsqu'elle le juge à propos.

Les revenus de l'exercice doivent être versés au Trésor du gouvernement du Canada au cours des trois mois suivant la fin de l'exercice, conformément à la *Loi sur la monnaie*.

2. Principales conventions comptables

Tel que le prévoit la *Loi sur la monnaie*, les états financiers du CFC sont préparés conformément aux conventions comptables qu'utilise le gouvernement du Canada pour établir ses états financiers. Les états financiers du CFC sont préparés pour le ministre des Finances en conformité avec les articles 20 et 21 de la *Loi sur la monnaie*.

La méthode de comptabilité utilisée dans les états financiers du CFC diverge des principes comptables généralement reconnus du Canada du fait que le coût théorique des avances n'est pas déclaré. Les avances sont consenties sans intérêt selon les modalités prescrites par le gouverneur en conseil, et seules les opérations relatives aux actifs sont inscrites au CFC. Les principales conventions comptables du CFC sont énoncées ci-dessous.

a) Présentation des états financiers

Les états financiers ont pour objet de faire rapport au Parlement sur les opérations du CFC conformément à la *Loi sur la monnaie*. La Banque du Canada peut, au nom du ministre des Finances, faire des opérations sur des actifs, notamment vendre, prêter ou emprunter ces derniers, selon les modalités prescrites par la *Loi*.

L'entité déclarante du CFC est limitée aux opérations permises par la *Loi sur la monnaie* et à la catégorie de frais déterminée par le ministre selon l'autorisation prévue par la loi. À cette fin, les opérations suivantes sont inscrites au CFC :

Le produit, les gains et les intérêts de toute opération relative aux actifs sont portés au crédit du CFC, ainsi que les sommes reçues à l'échéance des valeurs, dépôts ou billets détenus pour ce compte.

Les frais qui, par décision du ministre, se rapportent à l'exploitation du CFC sont imputés sur celui-ci, à l'exclusion des coûts des services d'administration, de garde et d'agent financier fournis par la Banque du Canada concernant les opérations du CFC et qui ne sont pas comptabilisés dans les états financiers.

Le versement, sur le Trésor, d'avances sans intérêt au CFC est autorisé par le ministre, aux conditions fixées par le gouverneur en conseil.

Les revenus nets de l'exercice du CFC sont versés au Trésor ou, s'ils sont négatifs, imputés sur ce dernier.

Les états financiers mettent en lumière tous les changements substantiels dans la trésorerie. Celle-ci n'a donc pas fait l'objet d'un état distinct.

b) Évaluation des actifs

La juste valeur marchande estimative de l'encaisse, des dépôts à court terme et des droits de tirage spéciaux (DTS), lesquels sont inscrits à leur coût et sont généralement détenus jusqu'à l'échéance, est réputée correspondre à la valeur comptable.

Les titres négociables sont ajustés afin de tenir compte de l'amortissement des primes ou des escomptes, le cas échéant, et ils sont comptabilisés au coût après amortissement, comprenant les intérêts courus, ou à la valeur marchande en fin d'exercice, selon le moindre des deux. Les achats et les ventes de titres sont inscrits à la date du règlement des opérations.

Les chiffres relatifs aux titres négociables, aux dépôts à court terme et aux DTS comprennent les intérêts courus. Le DTS est une unité de compte établie par le Fonds monétaire international (FMI), dont la valeur est déterminée par rapport à un panier composé de quatre grandes monnaies.

Le poste *Or et prêts d'or* comprend les intérêts courus sur ces prêts. L'or détenu par le CFC et les prêts d'or sont évalués à 35 DTS l'once troy d'or fin, ce qui s'approche du coût et correspond à la valeur utilisée dans les Comptes publics du Canada.

c) Revenus de placements

Les revenus de placements sont enregistrés selon la méthode de la comptabilité d'exercice et comprennent les intérêts gagnés, l'amortissement des primes et des escomptes, les gains et pertes résultant de la vente de titres, les revenus issus de prêts d'or et les revenus découlant des opérations de prêt de titres. Les

moins-values liées à l'ajustement (le cas échéant) de la valeur des titres en fonction de leur valeur marchande en fin d'exercice sont déduites des revenus de placements de l'exercice auquel elles se rapportent.

d) Or

Les gains nets provenant de ventes d'or sont enregistrés à la date du règlement des opérations et inclus avec les *Autres revenus* dans l'état des revenus. Les intérêts gagnés sur les prêts d'or sont inscrits selon la méthode de la comptabilité d'exercice, et les primes encaissées sur les ventes d'options d'achat d'or sont comptabilisées lorsqu'elles sont reçues. Ces deux éléments sont inclus dans la catégorie *Revenus de placements* de l'état des revenus.

e) Opérations de prise en pension tripartites

En 2003, le CFC a commencé à avoir recours à des opérations de prise en pension tripartites. Celles-ci sont des opérations sur titres du marché monétaire dans le cadre desquelles le CFC prête des fonds garantis à des contreparties désignées aux taux du marché en vigueur. Les effets remis en nantissement de ces opérations sont détenus par un dépositaire. Les opérations de prise en pension tripartites sont inscrites au bilan dans la catégorie *Encaisse et dépôts à court terme*. Le chiffre indiqué comprend les montants auxquels les titres ont été prêtés à l'origine ainsi que les intérêts courus. Les revenus issus de ces opérations sont inclus dans la catégorie *Revenus de placements* de l'état des revenus.

f) Conversion des devises et des DTS

Les actifs et les avances libellés en devises et en DTS sont convertis à leurs équivalents en dollars canadiens et en dollars É.-U. en fonction des taux de change suivants, lesquels étaient en vigueur à la fin de l'exercice :

	2003	2002
	(dollars canadiens)	
Dollar É.-U.	1,2965	1,5776
Euro	1,6282	1,6568
Yen japonais	0,01207	0,01328
Droit de tirage spécial	1,92656	2,13699

Les gains ou pertes découlant de la conversion des actifs et des avances libellés en devises et en DTS, ainsi que des opérations effectuées au cours de l'exercice, sont enregistrés comme *Gains nets de change* et inclus avec les *Autres revenus* dans l'état des revenus. Les gains ou pertes de change non réalisés résultant des opérations de couverture sont également comptabilisés avec les *Gains nets de change*.

Les revenus de placements en devises et en DTS sont convertis en dollars canadiens aux taux de change en vigueur à la date où ils sont gagnés.

3. Opérations officielles du gouvernement

Les opérations officielles du gouvernement consistent en des achats et des ventes de dollars canadiens contre des devises. Ces opérations ont pour objet de favoriser un déroulement ordonné sur le marché des opérations visant le dollar canadien ou de satisfaire les besoins nets du gouvernement en devises. Depuis septembre 1998, il n'y a eu aucune opération visant à modérer les variations du cours du dollar canadien.

La majorité, mais non la totalité, des réserves officielles de devises internationales du Canada sont versées dans le CFC. Celui-ci renferme environ 89 % (contre 90 % en 2002) des réserves officielles canadiennes.

4. Gestion du risque et instruments financiers

Le rôle du CFC à titre de principal dépositaire des réserves officielles de liquidités internationales du Canada détermine la nature des actifs détenus et des opérations menées, ainsi que l'utilisation qui est faite des instruments financiers.

Pour assurer une diversification prudente du portefeuille du CFC en matière de risque de crédit, les lignes directrices relatives aux placements établissent des plafonds pour les avoirs selon la catégorie d'émetteurs (États souverains, organismes gouvernementaux, institutions supranationales ou institutions financières commerciales) et par type d'instruments; d'autres limites s'appliquent au montant qui peut être engagé auprès d'un même émetteur ou d'une même contrepartie.

Aux termes des lignes directrices relatives aux placements établies par le ministre des Finances, le CFC peut détenir des titres de dette, libellés dans les monnaies désignées dans ces lignes, qui sont émis par des États souverains jouissant d'une cote de crédit élevée et par des organismes représentant ces États, ainsi que par des organisations supranationales. Ces titres doivent avoir une cote de crédit A- ou supérieure décernée par deux des quatre agences d'évaluation désignées (Standard and Poor's, Moody's, Fitch et Dominion Bond Rating Service); une des agences doit nécessairement être Standard and Poor's ou Moody's. Le CFC peut également effectuer des dépôts ou d'autres opérations auprès d'institutions financières commerciales jouissant d'une cote de crédit semblable, l'échéance de ces dépôts ne devant pas dépasser trois mois.

On réduit les risques de taux d'intérêt et de change en appariant la structure de duration des actifs du CFC et les devises dans lesquelles ils sont libellés avec les emprunts en devises correspondants du gouvernement du Canada.

Dans le cadre du programme de prêt de titres, les agents ne peuvent prêter des titres, à hauteur d'un montant maximal prescrit, qu'à des contreparties figurant sur une liste approuvée par le gouvernement. Chaque emprunteur doit conclure un accord de prêt de titres avec l'un des agents. Les emprunteurs sont également tenus de donner des garanties pour les titres empruntés, selon une liste sélective approuvée par le gouvernement. Les garanties admissibles se limitent à certains types de titres et à certaines échéances et cotes de crédit. Les agents fournissent aussi une indemnité en cas de défaillance de l'emprunteur. Le CFC conclut des prêts de titres afin d'obtenir un rendement accru sur les placements.

5. Structure des placements en devises selon l'échéance

	2003						2002
	Valeur nominale				Prime/décote avant amortissement et intérêts courus	Coût après amortissement	Coût après amortissement
	Moins de 6 mois	6 à 12 mois	1 à 5 ans	Plus de 5 ans			
	(en millions de dollars É.-U.)						
Avoirs en dollars É.-U.							
Titres du gouvernement	3 200	–	–	–	(5)	3 195	3 114
Autres titres	1 375	1 265	5 248	1 504	225	9 617	11 521
Total des avoirs en dollars É.-U.	4 575	1 265	5 248	1 504	220	12 812	14 635
Autres devises							
Avoirs en euros							
Autres titres	521	927	6 539	5 838	501	14 326	13 053
Avoirs en yens							
Titres du gouvernement	–	–	465	465	5	935	846
Total des autres devises	521	927	7 004	6 303	506	15 261	13 899
Total	**5 096**	**2 192**	**12 252**	**7 807**	**726**	**28 073**	**28 534**

6. Titres négociables libellés en dollars É.-U.

	2003			2002		
	Valeur nominale	Coût après amortissement		Valeur nominale	Coût après amortissement	
Titres	É.-U.	É.-U.	CAN	É.-U.	É.-U.	CAN
			(en millions de dollars)			
Gouvernement des États-Unis	3 200	3 193	4 141	3 125	3 114	4 913
Agences fédérales américaines	5 124	5 182	6 718	4 366	4 415	6 965
États souverains et institutions internationales	4 268	4 306	5 583	6 875	6 901	10 886
Intérêts courus	–	131	169	–	205	324
	12 592	12 812	16 611	14 366	14 635	23 088
Valeur marchande estimative en fin d'exercice		13 199	17 113		15 316	24 163

La valeur marchande estimative est établie en fonction des cours du marché.

Les prêts de titres sont effectués au nom du CFC par des agents qui les garantissent et se chargent d'obtenir les garanties nécessaires de valeur égale ou supérieure auprès des contreparties admises à ces opérations. À la fin de l'exercice, une portion des avoirs du CFC en titres du gouvernement des États-Unis consistant en 2 250 millions de dollars É.-U. (valeur nominale) d'obligations du Trésor servait aux opérations de prêt de titres aux institutions financières (contre 2 200 millions en 2002).

7. Actifs libellés en d'autres devises

Encaisse et dépôts à court terme

	2003		2002	
	É.-U.	CAN	É.-U.	CAN
		(en millions de dollars)		
Euros	13	17	65	102
Yens japonais	76	99	69	109
	89	116	134	211

Titres négociables

	2003			2002		
	Valeur nominale	Coût après amortissement		Valeur nominale	Coût après amortissement	
	É.-U.	É.-U.	CAN	É.-U.	É.-U.	CAN
	(en millions de dollars)					
Euros	13 825	14 326	18 573	12 637	13 053	20 593
Yens japonais	931	935	1 213	842	846	1 335
	14 756	15 261	19 786	13 479	13 899	21 928
Valeur marchande estimative en fin d'exercice		15 862	20 565		14 597	23 028

La valeur marchande estimative est établie en fonction des cours du marché.

8. Droits de tirage spéciaux (DTS)

	2003		2002	
	É.-U.	CAN	É.-U.	CAN
	(en millions de dollars)			
Solde à la fin de l'exercice	838	1 087	717	1 130
Intérêts courus	4	3	2	4
	842	1 090	719	1 134

9. Or et prêts d'or

Le CFC a vendu 490 067 onces d'or fin au cours de l'exercice (contre 452 516 onces en 2002).

	2003		2002	
	É.-U.	CAN	É.-U.	CAN
	(en millions de dollars)			
Solde à la fin de l'exercice				
Prêts d'or	–	–	23	37
Or	6	7	5	8
	6	7	28	45

La valeur comptable et la valeur marchande (basée sur les prix établis sur le marché de Londres) de l'or et des prêts d'or, à l'exclusion des intérêts courus sur les prêts d'or, s'établissaient comme suit en fin d'exercice :

	2003		2002	
	Prix de l'once troy d'or fin	Valeur totale en millions	Prix de l'once troy d'or fin	Valeur totale en millions
Valeur comptable				
$É.-U.	52,01	6	47,41	28
$CAN	67,43	7	74,79	45
Valeur marchande				
$É.-U.	417,25	45	347,20	208
$CAN	540,96	59	547,74	328

10. Dû au Trésor – Avances

Le CFC se finance au moyen d'avances consenties par le Trésor. L'encours de celles-ci a été limité à un plafond de 60 milliards de dollars canadiens en vertu d'un décret daté du 26 avril 2001. À la fin de l'exercice, les avances (dépôts) s'établissaient comme suit :

	2003	2002
	(en millions de dollars canadiens)	
Dollars É.-U.	23 898	32 852
Dollars canadiens	(4 347)	(5 447)
Euros	17 920	20 132
Yens japonais	1 303	1 435
Droits de tirage spéciaux	(1 175)	(1 304)
	37 599	**47 668**

Le produit des emprunts en devises contractés par le Canada et des DTS attribués par le FMI a été avancé au CFC par le Trésor. Les remboursements ultérieurs de la dette en devises sont effectués à l'aide des avoirs du CFC et donnent lieu à une baisse des avances en devises. Les intérêts à payer par le Canada au titre des emprunts en devises et les frais relatifs aux DTS attribués au Canada sont imputés directement au Trésor.

Le CFC a besoin d'avances en dollars canadiens pour régler ses achats de devises. Les ventes de devises donnent lieu à des entrées de dollars canadiens, qui sont versées au Trésor et qui ont pour effet de faire baisser l'encours des avances en dollars canadiens. Des ventes cumulatives nettes de devises se traduisent par des dépôts nets en dollars canadiens au Trésor.

11. Engagements

a) Swaps de devises

Le CFC peut conclure des swaps à court terme de devises avec la Banque du Canada afin d'aider cette dernière dans ses opérations de gestion de trésorerie. Aucun tirage n'a été effectué sur de tels mécanismes en 2003 et en 2002, et il n'y avait aucun engagement découlant de swaps de devises en cours au 31 décembre 2003.

b) Options sur or et contrats à terme

Le ministre des Finances a autorisé la vente d'options d'achat d'or ainsi que la vente d'or à terme sur une partie du stock d'or du CFC. En fin d'exercice, celui-ci n'avait pris aucun engagement de vendre de l'or en vertu de contrats d'option sur or (20 000 onces d'or fin en 2002) ou de contrats à terme (66 millions de dollars É.-U. en 2002).

c) Contrats de change

Le tableau suivant présente la juste valeur des contrats de change et l'encours de ces contrats au 31 décembre :

	2003		2002	
	Valeur contractuelle	Juste valeur	Valeur contractuelle	Juste valeur
	(en millions de dollars canadiens)			
Ventes à terme	4	–	2 975	(29)
Achats à terme	–	–	2 991	29

La juste valeur estimative des contrats de change est calculée en fonction des taux de change en fin d'exercice. Les contrats qui ont une juste valeur positive sont ceux qui, s'ils étaient réglés immédiatement, résulteraient en un gain. À l'inverse, le règlement immédiat d'un contrat ayant une juste valeur négative entraînerait une perte.